

LES CAHIERS

***GESTION DE LA CRISE DE LA ZONE EURO :
DECISIONS ET INTERROGATIONS***

N° 48

Septembre 2013



LABORATOIRE SOCIAL D' ACTIONS D' INNOVATIONS DE REFLEXIONS ET D' ECHANGES

LES CAHIERS

GESTION DE LA CRISE DE LA ZONE EURO : DECISIONS ET INTERROGATIONS

N° 48

MICHEL FRIED

© Lasaire, Paris-Saint-Etienne – *Reproduction autorisée en citant la source*

Septembre 2013

SOMMAIRE

SYNTHESE -----2

PREAMBULE -----4

CAHIER :

1. DIVERGENCE DES POLITIQUES ÉCONOMIQUES MISES EN ŒUVRE POUR RÉPONDRE À CHACUNE DES DEUX CRISES-----8

- 1.1. La gestion de la première crise
- 1.2. La gestion de la crise de la zone euro

2. LE CHEMINEMENT DE LA ZONE EURO VERS UNE ORGANISATION BANCAIRE PLUS STABLE-----19

- 2.1. La gestion préventive du risque bancaire : la régulation micro-prudentielle
- 2.2. La sécurisation des systèmes bancaires

3. LA ZONE EURO EST-ELLE EN MESURE D’AFFRONTER LES DÉFIS DE LA PÉRIODE À VENIR ?-----24

- 3.1. L’amenuisement de la croissance potentielle
- 3.2. La stabilisation du système financier
- 3.3. Les risques d’une hausse des taux d’intérêt

CONCLUSION -----27

©Lasaire, Paris-Saint-Etienne – *Reproduction autorisée en citant la source*

SYNTHÈSE

Les raisons profondes de la crise financière tiennent à la diffusion contre-productive, dans les années qui l'ont précédé, de politiques de compression des demandes intérieures ; ces politiques ont été mises en œuvre dans un contexte de financiarisation des économies, qui, comme l'a montré Hyman Minsky dès les années 1970, a été un facteur spécifique d'instabilité du nouveau modèle capitaliste. C'est dans ce contexte qu'a éclaté la crise spécifique de la zone euro résultant à la fois des insuffisances de la conception d'une zone monétaire composée de pays hétérogènes, et de son exposition à un risque de contagion systémique en cas de crise de solvabilité d'un, ou de plusieurs des pays membres. Les risques spécifiques aux zones monétaires « non optimales », décrits dès les années 1960 par Robert Mundel, n'ont pas été réellement pris en compte lors de la construction de la zone, ni lorsqu'il a fallu faire face à la crise.

L'incapacité des responsables politiques à « penser la crise »² a été un obstacle à la révision des fondements doctrinaux qui ont légitimé, tant la mutation des institutions financières dans les années 1980, que la mise en œuvre, la crise venue, de politiques économiques restées en grande partie orthodoxes, particulièrement dans la zone euro. Ainsi s'explique que la crise financière se soit prolongée dans la zone, alors que les États-Unis voient s'esquisser leur sortie de crise. La gestion européenne de la crise n'a pas permis que soient résolues de façon satisfaisante les difficultés résultant de l'interdépendance des problèmes de solvabilité des agents économiques, ménages, entreprises non financières et financières et administrations publiques ; la crainte d'une crise systémique incontrôlable a bien conduit à des révisions substantielles du cadre réglementaire et institutionnel, mais celles-ci restent insuffisantes pour régler à elles seules les causes de la crise. Cette conclusion est loin d'être partagée par tous, car le frémissement de la croissance observé dans la zone euro au second trimestre 2013 a conduit, une fois encore, une grande partie des politiques et des analystes à annoncer la fin de la crise de la zone euro. Nous ne partageons pas ce point de vue, car les facteurs à l'œuvre, dès la première crise et les facteurs spécifiques à la zone euro sont loin d'avoir été éradiqués.

La politique budgétaire est venue buter sur la difficulté extrême à satisfaire un objectif de rééquilibrage des finances publiques dans un contexte de faible croissance, voire de récession pour les pays les plus en difficulté. Pour résoudre cette contradiction, la réalisation d'un « choc de compétitivité », c'est-à-dire la recherche d'avantages fiscaux ou de coût salarial afin de doper les exportations de chaque pays est vouée à l'échec dès lors que tous les pays, à des degrés divers, recourent à cette politique.

Le choix d'une austérité budgétaire renforcée surtout en direction des pays les plus fragiles, s'est concrétisé par un renforcement de la logique de gouvernance par les règles, aboutissant à une mise sous tutelle des autorités nationales, et réduisant les possibilités d'intervention discrétionnaire des institutions européennes. Cette évolution consacre aussi l'abandon de la doctrine européenne qui, en matière budgétaire, imposait les objectifs d'équilibre, mais laissait à chaque pays le choix des moyens pour les réaliser.

La stabilisation du système financier a fait l'objet de deux types de mesures, des mesures d'urgence, donc temporaires, décidées par la Banque Centrale Européenne et des mesures plus structurelles, renforçant les normes prudentielles et réduisant les pouvoirs des autorités nationales de supervision, au profit notamment de la BCE.

Ces réformes budgétaires et financières, inachevées pour les secondes, constituent ce que certains, en Allemagne en particulier, ont défini comme les deux volets constitutifs d'un véritable gouvernement économique européen. Ces réformes, ont été l'occasion de conflits doctrinaux évoqués dans cette note, sans que soient remis en question les deux principes fondamentaux qui président à leur architecture : l'absence d'un prêteur en dernier ressort et le refus de la mutualisation des dettes publiques nationales, bien que quelques palliatifs à ces deux manques aient été instaurés. L'expression de gouvernement économique européen, n'est donc pas, faute de la création d'un prêteur en dernier ressort, le synonyme d'une avancée vers une logique fédérale de la construction européenne, logique que l'Allemagne avait déclaré accepter, mais que ses partenaires, dont la France, avaient dans les faits, refusé.

Enfin, alors que la fin de la crise de la zone euro est annoncée, on ne peut pas ne pas s'interroger sur la réalité des progrès accomplis dans la construction d'une zone économique plus capable de croissance et plus stable financièrement. A cet égard, durant la période à venir, la zone euro risque de devoir affronter trois défis supplémentaires qui seront autant de tests de ces progrès : la possibilité d'une réduction sensible de sa croissance potentielle, conséquence des politiques d'austérité budgétaire, le développement du *shadow banking*, pourtant à l'origine de la crise de 2007-2010, conséquence de la nouvelle régulation bancaire, et enfin les effets de la hausse des taux d'intérêt provoquée par le changement annoncé de la politique monétaire américaine. Ces trois événements, constituent autant de défis concernant les possibilités de croissance de la zone, et la résilience de son système financier.

¹ Hyman Minsky se définit comme le continuateur de Keynes ; ses travaux, selon ses écrits, avaient pour but de combler « l'étape manquante de la théorie keynésienne standard : la prise en considération explicite de la finance capitaliste dans un contexte cyclique et spéculatif ». Sa contribution la plus marquante est intitulée. « The Financial Hypothesis : Capitalist Processes and the Behavior of the Economy », in Charles P. Kindleberger et Jean Pierre Lafargue : « Financial Crisis, Theory, History and Policy » 1982 –ed. Maison des sciences de l'homme et Cambridge University Press.

² Elie Cohen : « Penser la crise », Fayard, 2010

³ Deux études récentes examinent plus particulièrement le cas des pays où cette politique semblait avoir eu quelques résultats positifs et nuancent fortement les gains procurés par les chocs de compétitivité : Grégoire Borey et Bruno Quille : « Expliquer le rééquilibrage des balances commerciales », Note de conjoncture INSEE, juin 2013 et Antoine Berthou et Guillaume Gaulier : « Dynamique des salaires et rééquilibrage des comptes courants », Bulletin de la Banque de France n° 191, 2013-1.

PREAMBULE

Six ans après le début de la crise, la plupart des pays industrialisés ont aujourd'hui à peine dépassé leur niveau de production de 2007, certains pays, pour la plupart de la zone euro, n'y parvenant pas :

Niveau du PIB 2012 (base 100 en 2007)*

Allemagne : 106,8	Royaume Uni : 98,0	Irlande : 93,9
États-Unis : 102,8	Espagne : 95,9	Italie : 93,1
France : 100,3	Portugal : 94,2	Grèce : 80,0

*Calcul sur données annuelles en volume. (Source Eurostat)

L'évolution annuelle des PIB met en évidence deux périodes récessives, d'une part, les années 2008-2009, et, d'autre part, les années 2012-2013. La première récession, qui a touché tous les pays industrialisés, a été suivie par une phase de croissance médiocre, répit qui a incité la plupart des analystes et des politiques à annoncer la fin de la crise, sauf pour quelques pays, comme la Grèce ou le Portugal plongés dans de graves déséquilibres macroéconomiques. Toutefois, une seconde récession, moins profonde, s'est produite en 2012-2013, qui, cette fois, n'a touché que la zone euro. A l'été 2013, la plupart des analystes (et des chefs d'Etat) annoncent à nouveau, pour 2014, le retour de la croissance, mais à un rythme insuffisant pour permettre d'espérer une réduction sensible du chômage.

Ces deux récessions sont souvent interprétées comme deux chocs de nature différente. La seconde crise, qui succède presque immédiatement à la première, concerne surtout les pays de la zone euro fragilisés par le premier choc. Selon une analyse devenue quasi officielle, cette crise serait la conséquence des politiques mises en œuvre en 2009-2010, qui ont conduit à un relâchement contre-productif des principes de la gouvernance économique de l'Europe, entraînant un gonflement insupportable de l'endettement public.

Cependant les ressorts fondamentaux de la seconde crise restent les mêmes que ceux qui ont provoqué la première crise¹, notamment l'incapacité de la demande intérieure à soutenir la croissance² et les interrelations entre les problèmes de solvabilités des agents privés, publics et bancaires (voir annexe). Le retour, lors du second choc, à une gouvernance plus orthodoxe de la zone euro n'a fait qu'amplifier les facteurs récessifs à l'œuvre.

= La crise financière de 2008-2009

La cause immédiate de la crise financière, née aux États-Unis, a été la défaillance d'un segment mineur du marché américain du crédit bancaire, le segment des subprimes. Ce segment artificiellement dopé par des opérations massives de titrisation, s'est trouvé au point de jonction de trois caractéristiques essentielles du nouveau modèle capitaliste:

¹ Le site Lasaire a accueilli plusieurs contributions de l'auteur sur l'analyse de la crise ; on en trouvera une synthèse, intitulée « Logique d'une crise : le mistigri des défauts de solvabilité », dans la revue de l'IRES, n° 69, 2011-2.

² Sur cette question une synthèse des travaux de Lasaire a été publiée par Joël Maurice et Pierre Héritier : « Salaires et crise » revue de l'Ires n°64, 2010/1

- L'érosion du modèle fordiste de l'après-guerre, qui s'est traduite par la rupture du lien entre l'évolution des salaires et les gains de productivité, entraînant, dans les années 1980, la montée des inégalités et une faiblesse durable de la croissance.
- Les marchés financiers, largement dérégulés depuis les années 1980, ont été utilisés par des banques, régulées plus strictement, pour réduire leurs risques et poursuivre leur croissance au-delà de ce que permettait une croissance économique affaiblie.
- La financiarisation de la gestion des entreprises a transformé non seulement le comportement des entreprises mais aussi celui des banques. La rentabilité des établissements financiers, dopée par les perspectives de profit offertes par la dérégulation financière, a rejoint ou même dépassé celle des autres entreprises, au point que le système financier américain a fini par absorber, à lui seul, 40% des profits des entreprises américaines.

La première crise a éclaté lorsque l'insolvabilité des ménages américains est devenue manifeste, montrant l'inanité des évaluations réalisées par les marchés financiers et les agences de notation. Le doute est alors apparu non seulement sur la véritable valeur des actifs bancaires, mais aussi et surtout sur leur localisation du fait de l'opacité des bilans des établissements financiers, entraînant l'impossibilité pour les banques de se refinancer sur le marché interbancaire, et mettant en cause la solidité des véhicules de titrisation.

Contrairement aux enseignements de l'économie dominante (« les marchés sont efficaces et ont donc toujours raison »)¹, le déroulement de la crise a montré que les innovations financières, facilitées par la dérégulation des marchés, n'avaient permis que temporairement de déconnecter la croissance des profits des établissements financiers, des conséquences du ralentissement de la croissance des revenus de la grande majorité des ménages. Cette déconnexion temporaire n'avait été rendue possible que par l'acceptation d'un niveau croissant de risque par la sphère financière. Les bulles financières résultant de cette situation, lorsqu'elles ont fini par éclater, ont alors entraîné un risque fondamental d'insolvabilité du système bancaire.

= La crise de la zone euro (2010 à ?)

La crise de la zone euro n'est autre que la dernière manifestation de la circularité des défauts de solvabilité entre les secteurs privés, financiers et publics, dès lors que la croissance n'est plus au rendez-vous. Déjà, lors de la première crise, les défauts sur la dette des ménages américains, et la possibilité offerte aux banques par les marchés financiers non régulés, de contourner la réglementation prudentielle bancaire, avaient mis en cause la stabilité des systèmes financiers², puis, par voie de conséquence, la solvabilité des États les plus fragiles, contraints de s'endetter pour éviter l'effondrement de leur système financier et de leur économie.

¹ Malgré la croyance dans la perfection des marchés, aussi forte en Europe continentale que dans les pays anglo-saxons, le plus libéral n'est pas toujours celui que l'on attend. Ainsi la titrisation massive des créances hypothécaires américaines a été rendue possible par l'existence de deux agences publiques, mais de statut privé, bénéficiant de la garantie implicite de l'Etat fédéral. Ces deux agences pouvaient ainsi se porter acheteuses à bon compte des créances hypothécaires ou des titres qui leur étaient adossés. En Europe, les opérations de titrisation se sont moins développées, faute de l'interposition d'une garantie publique facilitant les titrisations, et aussi parce que la régulation bancaire était plus stricte (exigence d'une cession parfaite des créances pour pouvoir les sortir des bilans).

² Dans certains pays de la zone euro, l'hypertrophie des banques, engagées de façon démesurée dans des spéculations financières a été une cause autonome de la détérioration de leur solvabilité

Lors de la seconde crise, l'endettement public des États s'est ainsi fortement alourdi, affectant de façon voisine la zone euro, les États-Unis ou le Royaume Uni :

Une dégradation comparable de l'endettement public

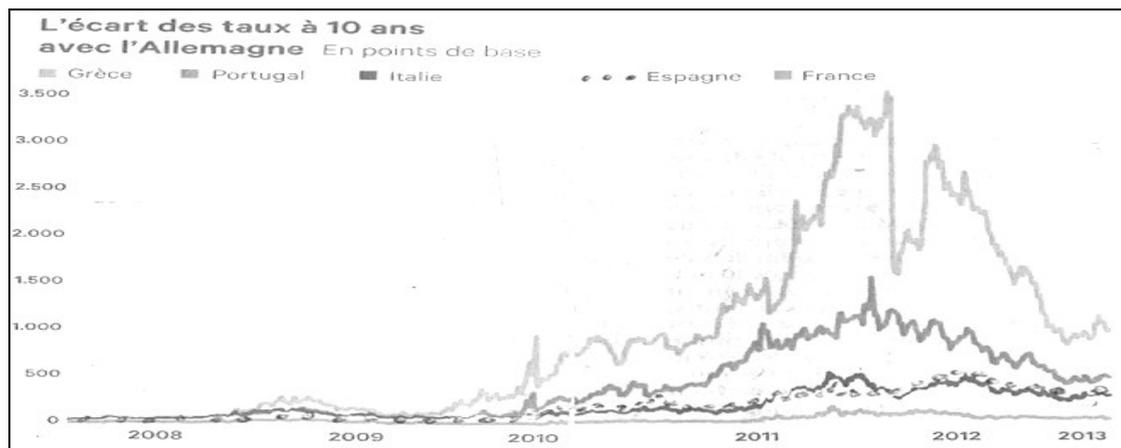
(Points de PIB)	2007	2011	Δ (2007-2011)	2013e	Δ (2011-2013)
Allemagne	65,2	80,4	+ 15,2	81,1	+ 0,7
France	64,2	85,8	+ 21,6	94,0	+ 8,2
Espagne	36,3	69,3	+ 33,0	91,3	+ 22,0
Italie	103,3	120,8	+ 17,5	131,4	+ 10,6
Grèce	107,2	170,3	+ 63,1	175,2	+ 4,7
Irlande	25,0	106,4	+ 81,4	123,3	+ 16,9
Zone euro	66,4	88,0	+ 21,6	95,5	+ 7,5
RU	44,2	85,5	+ 41,3	95,5	+ 10,0
États-Unis	66,8	103,1	+ 36,3	110,6	+ 7,5

(Source : d'après la Commission Européenne, mai 2013)

Mais l'hétérogénéité des situations nationales au sein de la zone euro pose un problème qui lui est propre : celui de l'absence d'un prêteur en dernier ressort¹ capable de venir au secours d'un Etat membre soit parce qu'il est devenu structurellement incapable de faire face à ses besoins de financement (insolvabilité), soit parce qu'il affronte une difficulté temporaire d'accès aux marchés financiers (crise de liquidité), ce qui entraîne la perte de confiance des investisseurs.

Les difficultés provenant de l'hétérogénéité des pays de la zone euro, éventualité dont les conséquences vont se concrétiser en 2010, ont été niées dès la création de l'euro, non seulement par les marchés et les agences de notation, mais aussi par les gouvernements et les institutions européennes, persuadés que le mode de gouvernance de la zone euro rendait impossible un défaut sur la dette souveraine d'un Etat membre. La découverte tardive de l'échec de la convergence, rêvée par les fondateurs de l'Union Européenne, et donc de la vulnérabilité de certains États membres, a entraîné une réaction exacerbée des marchés qui ont exigé des primes de risque exorbitantes, aggravant les risques d'insolvabilité des États en difficulté. En retour, la hausse des taux d'intérêt des dettes souveraines, et donc la dévalorisation des encours correspondants, allait à nouveau aggraver l'instabilité du système bancaire, important détenteur d'actifs publics.

¹Le traité européen, interdit à la Banque Centrale Européenne (BCE), ainsi qu'aux instances communautaires, qui, de toute façon, n'en auraient pas les moyens, d'être les prêteurs en dernier ressort d'un Etat.



Dans une première partie, nous montrerons à quel point la gestion de la seconde crise a différé de celle de la première, notamment concernant les politiques budgétaires, dans une seconde partie, nous examinerons les voies empruntées pour améliorer la résilience du système financier de la zone, tout en évoquant les débats et interrogations que les politiques mises en œuvre ont suscitées. Enfin cette note débouche sur quelques réflexions prospectives sur les défis que pourrait affronter la zone euro dans un proche avenir.

1. DIVERGENCE DES POLITIQUES ÉCONOMIQUES MISES EN ŒUVRE POUR RÉPONDRE À CHACUNE DES DEUX CRISES

1.1. LA GESTION DE LA PREMIÈRE CRISE

La première crise a d'abord été perçue par les gouvernements et les autorités de contrôle, comme une crise mineure résultant de l'imprudence de quelques banques, dont il convenait, au nom de la gestion de l'aléa moral, d'admettre la défaillance. Cette approche a culminé en septembre 2008 avec la faillite de Lehman Brothers, quatrième banque d'affaires américaine ; celle-ci a provoqué, du fait des interconnexions¹ plus ou moins opaques entre les établissements financiers, une crise de confiance généralisée et la quasi-fermeture des marchés interbancaires. La prévention de l'alea moral n'a pas fait le poids face au risque de crise systémique, résumé par l'adage « *too big to fail* ». En conséquence, devant le risque d'un effondrement international des systèmes financiers, les gouvernements des grands pays industrialisés, lors du G20 de Londres (2 avril 2009) ont décidé collectivement de soutenir leur système financier² et de pratiquer une relance budgétaire ; le communiqué du G20 annonce explicitement une véritable rupture idéologique avec les politiques suivies depuis les années 1980 : « Nous prenons en concertation des mesures budgétaires sans précédent... Nous mènerons toutes nos politiques économiques de manière coopérative et responsable, en prenant en considération leur impact sur d'autres pays ... ».

Les États se trouvaient, en effet, face à une récession d'une ampleur inconnue depuis la crise de 1929 : en 2009, les PIB ont reculé de plus de 5% en Allemagne et en Italie, de plus de 4% sur l'ensemble de la zone euro, et de 3% aux États-Unis. Pour y faire face, les plans nationaux de relance budgétaire ont été de grande ampleur, d'un montant finalement assez peu différent entre les pays, si l'on prend en compte les différences de poids de leurs stabilisateurs automatiques, que l'on avait décidé de laisser jouer pleinement.

Importance des plans de relance budgétaire*

(% PIB)	Allemagne	France	Italie	Espagne	RU	USA
Total	3,0	0,6	0,0	3,5	1,4	5,6
dont dépenses	1,4	0,4	0,3	1,9	0,0	2,4

*volumes cumulés jusqu'en 2010, des plans décidés jusqu'en février 2009
(Source : OCDE, mars 2009)

Si l'effort quasi-mondial de soutien budgétaire de la croissance a été important, les aides au système financier ont été encore plus élevées, ce qui montre la prégnance du risque d'un effondrement du système financier mondial. Dans ce but, certains gouvernements ont mis en place des entités spécialisées temporaires comme la SPPE (Société de prise de participation de l'Etat) en France ou la SoFin en Allemagne ou des programmes comme le TARP (Temporary Asset Relief Program) aux États Unis. Le volume des aides effectivement utilisées a toutefois été très inférieur aux engagements pris.

¹ Deux canaux de cette interdépendance ont joué un rôle déterminant : la circulation des actifs toxiques, dont les banques sont restées des détenteurs importants, malgré le développement de la titrisation, et le marché interbancaires, lieu d'échange des excédents et besoins de financement des banques.

² Les autorités européennes ont alors admis « à titre provisoire », la possibilité d'aménagement des règles de la concurrence libre et non faussée.

Aides publiques aux institutions financières pour la période de 2008 à 2010

(% PIB)	Allemagne	France	Italie	Espagne	Irlande	RU	UE 27
Montants approuvés	24,8	18,2	1,3	31,7	327,8	50,1	36,7
dont - recapitalisations	4,4	1,4	1,3	9,5	41,9	6,8	4,6
- garanties	18,0	16,5	0,0	18,9	250,7	25,7	26,4
Montants utilisés	10,1	6,0	0,3	8,4	268,6	13,1	13,1
dont - recapitalisations	2,3	1,2	0,3	1,0	30,1	2,4	2,4
- garanties	5,4	4,8	0,0	5,3	233,9	9,1	9,1

(Source : Commission Européenne)

On notera le cas de l'Irlande, précipitée dans la crise par son système financier hypertrophié. Les risques de déstabilisation des systèmes financiers ont nourri la crainte d'une raréfaction de l'offre de crédit (*credit crunch*), crainte qui ne s'est pas concrétisée concernant les entreprises, leur demande de crédit ayant surtout été affectée par la chute des besoins de financement externe résultant de la récession ; cette crainte ne s'est concrétisée que partiellement pour les ménages, surtout aux États-Unis, mais pas en Espagne

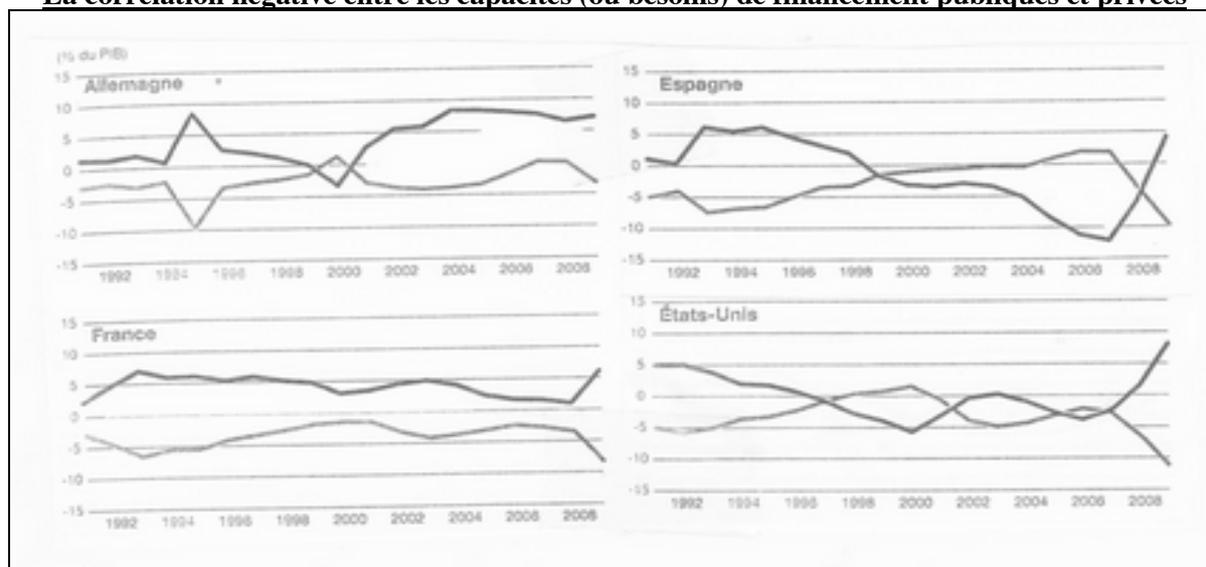
Evolution du taux d'endettement des agents non financiers privés*

	2007		2010		2012	
	Ménages	SNF	Ménages	SNF	Ménages	SNF
Allemagne	94,2	81,6	89,3	78,3	85,2	76,1
France	70,8	111,6	80,0	131,3	81,9	141,6
Espagne	129,9	233,9	128,8	238,4	134,0	209,9
Italie	57,0	155,7	65,0	170,1	65,7	170,3
Royaume Uni	154,0	154,0	143,7	153,9	168,2	168,2
Etats-Unis	167,7	93,5	151,9	99,2	140,6	104,6

*Les taux d'endettement (financements des banques et des marchés) sont exprimés en valeur nominale, en % du revenu disponible brut des ménages ou de la valeur ajoutée des sociétés non financières (SNF). (Source : Banque de France)

Les déficits privés sont donc la cause des déficits publics, mais ces déséquilibres ont été d'une importance jamais vue depuis la guerre, au point de nourrir le doute sur la viabilité de la zone euro.

La corrélation négative entre les capacités (ou besoins) de financement publiques et privées

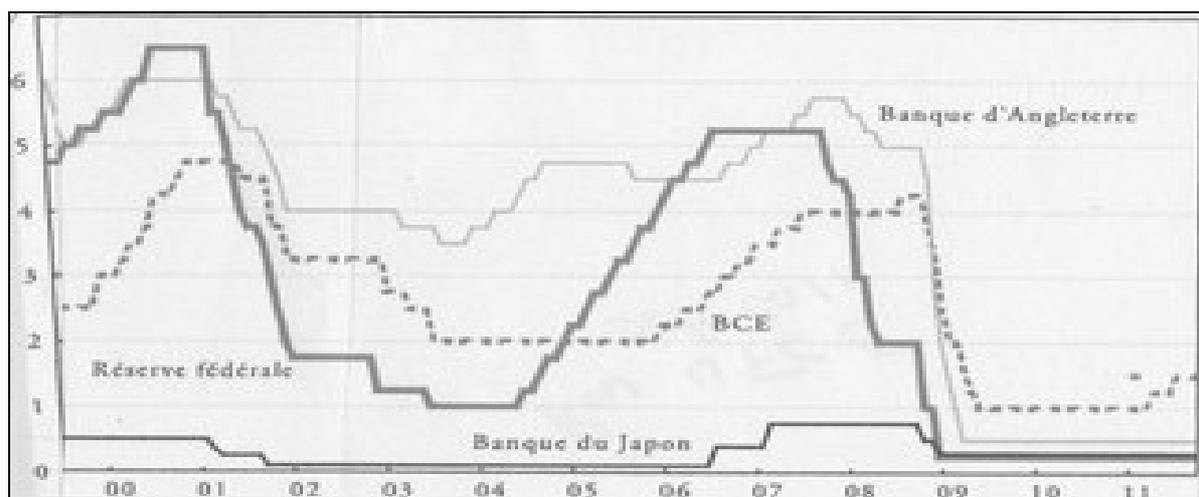


(Source : Th. Brand « les déterminants de la soutenabilité des finances publiques » Cahiers Français n°359)

La nécessité des politiques de relance et de sauvetage des établissements financiers n'a pas fait débat lors de la première crise. La même unité de vue ne s'est pas retrouvée concernant les politiques monétaires. Devant l'urgence, dès août 2007, les trois grandes banques centrales ont été d'accord sur la nécessité d'injections massives de liquidités dans le système bancaire, afin de contrebalancer les effets de la fermeture des marchés interbancaires et dans l'espoir (déçu) d'une relance massive du crédit au secteur privé¹. En revanche, des divergences, plus ou moins fortes, ont concerné l'évolution des taux directeurs et la mise en œuvre de mesures non conventionnelles :

- Ce n'est qu'avec retard que la BCE a entrepris de diminuer ses taux directeurs ; ceux-ci étaient de 4% au début de la crise et avaient même été portés à 4,25% en juillet 2008, en réponse à la hausse des cours des matières premières². Ce n'est qu'à partir d'octobre 2008 que, comme la BoE (banque d'Angleterre), la BCE a entrepris de baisser ses taux, tout en les maintenant au-dessus de ceux de la FED, un plancher (provisoire) de 1% étant atteint en mai 2009. L'évolution des taux directeurs de la BCE n'a donc accompagné qu'avec réticence les objectifs expansifs assignés aux politiques budgétaires ; pour la banque centrale, le contrôle de l'inflation est donc resté prioritaire, au point qu'elle a accepté que les exportations de nombre de pays européens en soient affectées du fait de la hausse de la devise européenne, résultat de l'écart des taux avec la FED ; cet inconvénient était considéré comme mineur par la BCE en raison de ses conséquences sur l'inflation importée...

Évolution des taux directeurs des banques centrales



- Par ailleurs, les trois banques centrales ont procédé à des mesures « non conventionnelles » de rachat d'actifs, dès la fin 2008 pour la FED et la BoE et seulement à partir de mai 2009 pour la BCE. Alors que ces rachats ont été massifs pour la FED (12% du PIB américain) et la BoE (14% du PIB britannique), ils sont restés faibles pour la BCE (1,2% du PIB de la zone euro)³, et les buts poursuivis ont été différents : la FED poursuivait une politique d'assainissement des marchés, notamment

¹ Le besoin de ces injections de liquidité, alors que la qualité des collatéraux dont disposaient les banques s'amenuisait, traduit l'incapacité de la BCE, en agissant sur ses taux directeurs comme elle le faisait avant la crise, de réguler classiquement le marché interbancaire.

² La BCE a pour objectif principal, hors la stabilité du système bancaire, le maintien des prix un peu au-dessous de 2% ; elle s'est toujours refusée à se donner un objectif de prix sous-jacent (hors tarifs publics et matières premières).

³ Le bilan de la FED, sur cette période, s'est accru de 126%, celui de la BoE de 183% et celui de la BCE de 65%.

hypothécaires, alors que la BCE, fidèle à ses objectifs statutaires, visait surtout à stabiliser les segments de marché, notamment celui des obligations sécurisées, essentiels pour le financement des banques.

En 2010, la croissance redémarre aux États-Unis (+2,4%) et, à un rythme plus médiocre, dans la zone euro (+1,5%), mais particulièrement vif en Allemagne (+4,0%). La fin de la crise est alors annoncée justifiant le retour à des politiques économiques plus orthodoxes dans la zone euro, alors que, aux États-Unis, l'inflexion des politiques économiques est moins marquée.

1.2. LA GESTION DE LA CRISE DE LA ZONE EURO

La gestion de la deuxième crise n'a pas renouvelé la convergence relative des politiques économiques observée durant la première crise. L'objectif des États-Unis est resté celui de la préservation de sa croissance, dont la responsabilité a été portée surtout par la FED du fait du refus de la majorité parlementaire à accepter le relèvement des plafonds de la dette publique¹ ; l'allègement des tensions sur le système financier américain résultant de sa restructuration a permis de maintenir une politique monétaire accommodante en grande partie débarrassée du fardeau de la préservation de la stabilité financière.

La politique économique de la zone euro a été, en revanche, profondément modifiée. La tentation keynésienne est oubliée, la politique budgétaire se voit assigner l'objectif de la restauration de l'équilibre des finances publiques, et la politique monétaire, ceux de la résorption des tensions sur le système financier et de la limitation des primes de risque imposées aux États les plus fragiles. L'Union Européenne entreprend de transformer en profondeur son organisation, en instaurant des règles destinées à éviter le retour d'une crise du type de la crise actuelle.

1.2.1. Le choix d'une austérité durcie et ancrée dans les réglementations européennes

La gouvernance économique de la zone euro reposait sur deux principes : le premier posait que le marché unique et l'unité monétaire assureraient la convergence des économies des États membres au prix d'une aide communautaire modique et, le second, que les critères budgétaires contenus dans le Pacte de Stabilité et de Croissance de 1997 (assoupli en 2005) éviteraient tout risque de déséquilibre des finances publiques, et, qu'en conséquence, la question du prêteur en dernier ressort ne se poserait pas. La crise a mis ces deux postulats en échec : la convergence ne s'est pas réalisée, empêchant une partie des États membres de bénéficier d'une politique monétaire répondant à leurs besoins, et justifiant la contestation, tardive, par les marchés de la solvabilité de pays comme l'Irlande ou l'Espagne qui avaient scrupuleusement respecté le Pacte de Stabilité ; la question de sa pertinence était donc posée.

Dès lors s'est ouvert un débat, rapidement tranché, sur la réforme de la gouvernance européenne : Avait-on besoin d'une gouvernance reposant sur une option fédérale ou d'une gouvernance reposant sur un corps de règles encadrant strictement les politiques budgétaires des États et la stabilité des systèmes financiers ? L'option fédérale fut rapidement rejetée car les

¹ La majorité républicaine, malgré sa volonté de soumettre le relèvement du plafond d'endettement public à un plan de réduction drastique des dépenses sociales, a dû finir par accepter son relèvement comme le montre le tableau de la page 5.

politiques ne la souhaitaient pas et parce qu'elle supposait une renégociation, jugée irréaliste, des traités, condition de la création d'une entité communautaire dotée de ressources propres lui permettant d'être le prêteur en dernier ressort de tout Etat-membre en difficulté¹. Ce choix s'est heurté notamment à l'opposition de l'Allemagne qui fut pourtant le premier pays européen à marquer son intérêt pour une évolution vers une Europe fédérale ; l'Allemagne a donc alors refusé ce qu'elle a appelé une « union de transferts » qui aurait pénalisé les contribuables des pays les plus vertueux et les plus riches de la zone. Dans ces conditions, l'option d'une gouvernance par des règles durcies apparaissait comme la seule alternative au refus du fédéralisme budgétaire, d'autant que cette orientation alternative reposait sur une analyse qui attribuait, à titre principal, la cause de la crise de la zone euro au gonflement de la dette publique des pays périphériques de la zone. L'option d'une gouvernance par des règles plus contraignantes a été finalement entérinée par le Conseil Européen de mars 2011, moyennant deux réformes qui en atténuent quelque peu le dogmatisme :

- D'une part, l'acceptation d'une « union de transferts », dont l'ampleur, attentivement limitée, résulte non des besoins nécessaires pour résoudre la crise, mais de la définition ex ante du montant jugé acceptable de la solidarité communautaire. Ce compromis est concrétisé par la gestion en extinction du FESF (Fonds européen de Stabilité financière) Et son remplacement par le MES (Mécanisme Européen de Stabilité) doté d'une capacité de financement de 500 Md€².
- D'autre part, par l'instauration, en décembre 2011, d'une procédure de surveillance et de prévention des déséquilibres macroéconomiques nationaux (PDM) ; si ces déséquilibres sont considérés comme « excessifs », le Conseil Européen peut imposer à l'Etat fautif des mesures de redressement qui, en cas de non application, peuvent entraîner une amende de 0,1 point de PIB. Cette surveillance nouvelle de possibles déséquilibres macroéconomiques implique que le Conseil Européen, admet que l'équilibre financier de la sphère publique ne suffit pas, à lui seul, à garantir la solvabilité de chaque Etat membre.

Mais l'essentiel des réformes a concerné le renforcement de la gouvernance budgétaire : le Pacte de Stabilité et de Croissance a été durci par l'adoption, en décembre 2011, du « six pack » (cinq règlements et une directive). Ces nouveaux textes ont été incorporés dans un traité intergouvernemental dit TSCG (Traité sur la Stabilité, la Coordination et la Gouvernance) qui doit faire l'objet pour chaque pays signataire³ d'une transposition dans sa législation nationale par des textes ayant valeur constitutionnelle. De plus, en mars 2013, un second paquet réglementaire, le « two pack », destiné spécifiquement aux pays de la zone euro, oblige ceux-ci à soumettre leur projet de budget à l'examen de la Commission avant celui de leur Parlement national.

Les règles budgétaires ont été durcies de quatre façons :

¹ Rappelons que le Traité Européen interdit à la Banque Centrale de jouer ce rôle.

² L'assistance financière apportée par les États membres aux pays en difficulté ne représente qu'une part faible de leur dette maastrichtienne. Ainsi, dans le cas français, elle n'était que de 48,1 Md€ en 2012 et sera de 67,5 Md€ en 2017, soit 2,5% environ de la dette publique totale. On observera que la création, en septembre 2012, du MES avec un statut d'organisation internationale, allégera la charge future de la solidarité financière, en permettant à chaque Etat de ne pas imputer sur sa dette publique, comme c'était le cas pour le FESF, sa quote-part des futurs engagements du MES, mais seulement sa contribution au capital libéré (soit pour la France, 16,5 Md€ en 2014).

³ Deux pays n'ont pas signé ce traité, le Royaume Uni et la République Tchèque.

- En donnant, dans le volet préventif du traité, un rôle essentiel à la notion de déficit structurel des administrations publiques¹, fixé en moyenne à 0,5 point de PIB (ou 1 point de PIB pour les pays dont le taux d'endettement public est inférieur à 60% du PIB). Un ensemble de mesures correctrices doit être adopté par les pays qui s'écartent de façon importante de leur objectif de moyen terme défini comme l'excédent, ou du moins à l'équilibre, de leurs comptes publics².
- Alors qu'en pratique le contrôle des déficits budgétaires était l'objet principal des procédures de gouvernance budgétaire, les nouvelles règles donnent une importance nouvelle au taux d'endettement (en pourcentage du PIB) des administrations publiques, comme approche de la soutenabilité de l'endettement : les pays souffrant d'un endettement important peuvent se voir désormais imposer de réduire leur déficit public en dessous du seuil de 3%.
- L'examen des projets budgétaires gouvernementaux par la Commission Européenne et les recommandations ou injonctions qui en découlent formulées par le Conseil Européen sont désormais précédés de l'examen détaillé des programmes de réformes économiques et structurelles envisagées par les pays membres à un horizon de 12 à 18 mois (« Semestre Européen »). La commission évalue ces programmes en mai-juin, après avoir reçu (en avril) les projets de budget non encore soumis aux Parlements nationaux et en juillet, le Conseil adopte éventuellement des recommandations par pays concernant les réformes structurelles envisagées et la plausibilité de la réalisation des objectifs budgétaires.
- Ces recommandations peuvent être contraignantes pour les pays soumis à des procédures de déficit excessif (PDE) ou en situation de déséquilibre macroéconomique important (PDM), car elles sont susceptibles d'être désormais assorties de dates butoirs dont l'inexécution peut entraîner des sanctions monétaires progressives (constitution de dépôts portant intérêt, puis sans intérêt, puis amendes).

On notera que la BCE, qui s'est posée en gardienne intransigeante d'une gouvernance par les règles, a jugé que ces réformes allaient dans le bon sens, mais a regretté qu'elles ne débouchent pas sur plus d'automatismes concernant l'application des règles et des sanctions, domaines où les pouvoirs discrétionnaires de la Commission et du Conseil européen n'ont été qu'entamés³.

Ce choix de l'austérité, s'il a été surtout porté par l'Union Européenne, avait été retenu collectivement par l'ensemble des pays industrialisés dès le G20 de Toronto (juin 2010) qui avait préconisé de réduire de moitié les déficits budgétaires d'ici 2013 et de stabiliser ou de réduire la dette publique d'ici 2016.

Les pays de la zone euro ont appliqué avec zèle cette réorientation des politiques économiques. Depuis 2010, ils ont réduit leurs déficits publics, en moyenne de plus de 3 points de PIB, effort comparable à celui consenti par le Royaume Uni, mais inférieur à celui des États-

¹ Le déficit structurel est défini par l'article 3 du traité comme « le solde annuel corrigé des variations conjoncturelles, déduction faite des mesures ponctuelles et temporaires ». La notion de production potentielle joue un rôle important, puisque le déficit structurel est le déficit qui serait observé si la production effective était égale à la production potentielle. Il n'y a pas de consensus sur le mode de calcul de la production potentielle. Deux grandes méthodes sont utilisées : la contribution de l'évolution de la productivité des facteurs de production (au sens large) ou l'évaluation statistique de la croissance tendancielle. Les évaluations de la croissance potentielle sont très différentes selon les méthodes et les institutions qui les réalisent et de plus, ces estimations sont très instables (Cf sur ces points la Revue de l'OFCE n°116, janvier 2011)

² Ces nouvelles règles ont été examinées sur le cas français par Joël Maurice, « Ombres et lumières du traité Merkel-Sarkozy » Cahier Lasaire n°45, février 2012.

³ Cf « Un pacte budgétaire pour une union économique et monétaire plus forte », Bulletin mensuel de la BCE, mai 2012.

Unis (voir données en annexe 2). Au sein de la zone euro, l'effort de réduction des déficits a dépendu de l'importance des déficits initiaux et surtout du montant des primes de risque exigées par les marchés : Ainsi l'Italie dont la dette devrait dépasser 130 points de PIB à la fin 2013, n'a réduit son déficit que de 1,6 point de PIB, alors que l'Espagne, dont la dette publique, certes en hausse rapide, ne sera que de 91 points de PIB fin 2013, a réduit son déficit de plus de 3 points de PIB. La généralisation des politiques d'austérité à l'ensemble de la zone euro a conduit à une situation de récession en 2012-2013 qui contraste avec le maintien d'une croissance légèrement supérieure à 2% aux Etats Unis. Mais l'Europe considère, ce qui est contestable, que tel est le prix à payer pour éviter l'éclatement de la zone euro et la reconstitution des bases d'une croissance future.

La Commission Européenne a cependant proposé aux pays en déséquilibre budgétaire d'échanger un assouplissement de la contrainte budgétaire qui leur est imposée, contre un programme de réformes structurelles d'inspiration très libérale. Tel est le sens de l'accent mis désormais sur la réduction des déficits publics structurels¹, plutôt que sur la réduction de déficits nominaux. La Commission explique que cette réforme devrait permettre d'éviter de renforcer les programmes d'austérité à chaque fois que, en raison d'une détérioration non prévue de la conjoncture, le déficit public s'écarterait de sa trajectoire de rééquilibrage de moyen terme.

La Commission abandonne ainsi la doctrine européenne qui laissait à chaque Etat le choix des moyens pour atteindre les objectifs budgétaires définis par les traités. Ainsi, dans son « examen annuel de la croissance » (juin 2012), elle n'hésite pas à préciser les réformes structurelles qu'elle souhaite voir réaliser, certaines ne pouvant qu'être approuvées, mais d'autres étant plus contestables : elle préconise ainsi de préserver les dépenses d'éducation, de recherche, d'innovation et d'énergie, mais recommande de « moderniser » les systèmes de protection sociale, notamment en faisant évoluer l'âge de départ à la retraite comme l'espérance de vie², en limitant les départs anticipés et en accroissant la durée de la vie active ; du côté des recettes, elle recommande aux pays qui ont un niveau élevé de pression fiscale de la réduire pour faciliter les créations d'emploi et elle suggère d'arbitrer plutôt en faveur des taxes sur la consommation, et enfin elle préconise de supprimer les avantages fiscaux favorables à l'emprunt des entreprises et des ménages. Ces incitations ne s'arrêtent pas strictement aux mesures de rééquilibrage budgétaires, puisque dans ce même document, la Commission recommande aux États en situation de déséquilibre budgétaire de promouvoir les financements obligataires et le capital-risque, de soutenir le développement de la titrisation et de donner un rôle plus actif aux institutions publiques dans la couverture des risques PME.

En mai 2013, la Commission Européenne a semblé assouplir les conditions d'application des règles budgétaires européennes. Elle accorde à quatre pays de la zone euro, l'Espagne, la France, les Pays Bas et le Portugal, le report de leurs objectifs de déficit public. Cette décision a, en général, été interprétée comme un allègement significatif des contraintes

¹ Le règlement du 16/11/11, dans son article 20 précise : « Pour déterminer si des progrès suffisants ont été accomplis pour réaliser l'objectif budgétaire à moyen terme, il y a lieu de procéder à une évaluation globale prenant pour référence le solde structurel » et il ajoute « tant que l'objectif à moyen terme n'a pas été atteint, le taux de croissance des dépenses publiques ne devrait pas dépasser, en principe, le taux de référence de la croissance potentielle du PIB à moyen terme ».

² Toutefois, à l'issue du conseil Européen de juin 2013, la France a obtenu que la Commission supprime de ses recommandations la concernant, le relèvement de l'âge légal de départ à la retraite, mais seulement le relèvement de l'âge effectif de départ. La Commission arbitre donc entre la pénalisation de ceux qui ont commencé à travailler tôt (augmenter l'âge légal) et la pénalisation de ceux qui ne pourront pas justifier d'une durée de carrière leur donnant accès au taux plein et dont la retraite sera minorée de ce fait, s'ils souhaitent partir avant l'âge requis. Sur cet exemple, on voit à quel point les marges de manœuvre concernant les choix budgétaires sont réduits.

budgétaires. Toutefois, comme l'a analysé l'OFCE¹, même si l'Espagne et le Portugal, ont ainsi évité un traitement de type grec, la Commission n'a pas véritablement modifié son point de vue, car l'effort budgétaire structurel imposé à de nombreux pays de la zone reste supérieur à ce qu'exige le traité budgétaire (soit 0,5 point de PIB).

La pertinence de la construction empirico-théorique sur laquelle reposait le durcissement des politiques économiques s'est effondrée au moment même où il était ainsi systématisé :

- La thèse selon laquelle le taux de croissance de l'économie s'effondrait, lorsque le taux d'endettement public dépassait 90% du PIB, justifiait les réorientations budgétaires de la plupart des pays industrialisés qui approchaient ou avaient franchi ce seuil fatidique. Cette thèse était considérée comme vérifiée empiriquement depuis 2010 par les travaux de Carmen Reinhart et Kenneth Rogoff. Or deux chercheurs américains ont refait les calculs des deux économistes et montré qu'ils étaient erronés, ce que les auteurs ont admis.
- Les conséquences récessives des mesures d'austérité sur la croissance ont été presque toujours sous-évaluées par les grandes institutions qui les promouvaient, dont le FMI et la Commission Européenne. Les multiplicateurs budgétaires, qui mesurent les effets de ces mesures, étaient estimés à 0,5, coefficient que le FMI a réévalué en octobre 2012 entre 0,9 et 1,7. De plus, des évaluations ultérieures ont montré qu'ils dépendaient beaucoup de la nature du choc budgétaire : ainsi, sur la zone euro, le multiplicateur correspondant à un choc fiscal serait, selon l'OFCE, de l'ordre de 0,4, alors que, pour un choc sur les dépenses publiques (comme le préconise la Commission), il serait de 2,6. La politique budgétaire des pays de la zone euro est donc affectée d'un biais déflationniste marqué, mais non reconnu par la Commission Européenne et la BCE.
- Quoi qu'il en soit, pour certains analystes, même si les fondamentaux de la croissance ne justifient pas des politiques budgétaires aussi strictes, celles-ci seraient rendues inévitables par les exigences des marchés qui en font une condition de l'allègement des primes de risque, voire de la restauration des capacités d'émission obligataire des pays les plus en difficulté. Cette thèse a été examinée par Paul de Grauwe² qui conteste la rationalité du comportement des investisseurs, car plus l'austérité était renforcée, plus le taux d'endettement progressait et donc plus le risque sur la dette souveraine s'accroissait³ et, paradoxalement, plus la prime de risque des pays les plus en difficulté se réduisait. Il est donc contre-productif, pour définir les politiques budgétaires, de suivre les impulsions données par des marchés irrationnels, mieux vaut examiner les fondamentaux des économies.

¹ Voir note n° 29 du 18/07/13 et blog de la même date de Marion Cochard et Danielle Schweisguth. Les simulations de l'OFCE montrent qu'un véritable assouplissement pourrait être réalisé sans compromettre la soutenabilité de la dette publique, en maintenant constant le taux de prélèvements obligatoires et en faisant évoluer les dépenses publiques au rythme de la croissance potentielle. Dans ce scénario, le solde public de la zone se réduirait de 2,4 points de PIB entre 2012 et 2017, et la dette publique se réduirait dès 2014.

² « Zone euro : l'austérité et la panique », Telos 07/03/13

³ Une bonne mesure de la soutenabilité de la dette publique est donnée par l'écart entre le taux de croissance économique et le taux d'intérêt réel à long terme. Or les politiques d'austérité pèsent sur la croissance sans pour autant que les taux d'intérêt baissent. Lorsque le taux de croissance est inférieur au taux d'intérêt réel, il faut dégager un excédent budgétaire public (primaire) pour simplement stabiliser l'endettement, excédent d'autant plus important que le taux d'endettement public est élevé. Voir en annexe 3 l'évolution de ce ratio et la situation aberrante imposée à un pays comme la Grèce, et, dans une moindre mesure, l'Espagne et l'Italie.

- Patrick Artus¹, pour sa part, a examiné si la nouvelle priorité donnée à un objectif de réduction du déficit structurel, permettrait, comme semble le penser la Commission Européenne, de réduire le biais déflationniste des politiques traditionnelles ciblant uniquement la réduction du déficit public nominal. Or, comme indiqué plus haut, l'estimation du déficit structurel nécessite d'estimer la croissance potentielle ; dans une période de récession ou de faible croissance, du fait des destructions de capacités de production, le PIB potentiel a toutes chances d'être très inférieur aux évaluations qui en sont faites par les institutions internationales ; la composante cyclique du déficit nominal est donc surestimée et l'écart entre le déficit nominal et le déficit structurel très inférieur à ce qu'affichent les projections actuelles de la Commission. Si les estimations du déficit structurel étaient mieux fondées, exercice qualifié cependant de difficile par P. Artus, l'utilisation prioritaire d'un objectif de réduction des déficits structurels aboutirait à un résultat assez voisin de celui de la réduction des déficits nominaux. Dans ces conditions, l'idée avancée par la Commission selon laquelle ce recentrage des politiques budgétaires sur la réduction des déficits structurels permettrait de préserver quelque peu les systèmes de protection sociale, du fait de leur importante contribution à la formation des déficits conjoncturels, devient quelque peu illusoire.

1.2.2. La politique de la BCE est surdéterminée par deux objectifs immédiats : la préservation de la stabilité financière et la sauvegarde de l'euro

À la fin 2011, la situation de la zone euro est sombre : la reprise de la croissance s'essouffle, les difficultés du système bancaire s'aggravent² et l'existence même de la zone est rendue incertaine du fait de l'incapacité des politiques budgétaires à restaurer la solvabilité des pays en difficulté. A tort ou à raison, les marchés font leur cette vision pessimiste de l'avenir de la zone ; or, comme le note Paul Krugman³, les anticipations des marchés, même infondées, peuvent être auto-réalisatrices, faute de prêteur en dernier ressort, à l'occasion de paniques fermant l'accès aux marchés financiers des pays en difficulté.

L'arrivée, en octobre 2011, du nouveau gouverneur de la BCE, Mario Draghi, a donné un élan nouveau à l'action de la banque centrale. Dès novembre, les taux directeurs repartent à la baisse, passant de 1,50% à 0,5% en mai 2013, mais surtout le nouveau gouverneur, malgré l'opposition allemande, relance les mesures non conventionnelles destinées à restaurer la liquidité des banques et à contrer la hausse anormale des primes de risque imposées aux pays en difficulté de la zone. En outre, la BCE renforce son pouvoir de surveillance du système financier ainsi que son autonomie vis-à-vis des institutions européennes.

Ainsi, à la fin 2011 et au début 2012, pour faire face à la crise du marché interbancaire, la BCE a réalisé deux opérations exceptionnelles dites VLTRO (Very Long Term Refinancing Operations) destinées à refinancer à 3 ans, sans limite, les banques à un taux de 0,75 à 1%, alors que la maturité de ses opérations classiques de refinancement ne dépassait pas un an. Ces

¹ « Passer dans la zone euro à un objectif de déficit public structurel serait très attrayant en théorie, mais très compliqué et peu important dans la pratique » Flash Eco, Natixis, 25/02/2013.

² L'un des faits les plus significatifs de l'aggravation des difficultés des banques de la zone euro, est la réactivation et l'élargissement des compétences du fonds public allemand d'aide au secteur bancaire, la SOFFIN.

³ « Sortez nous de cette crise ... maintenant » ed. Flammarion 2012

deux opérations ont été un succès, les banques ont reçu 1019 Md€ utilisés pour consolider leur trésorerie et pour acheter des titres souverains domestiques¹.

En juillet 2012, Mario Draghi affiche publiquement à Londres la nouvelle hiérarchie des objectifs de la BCE en déclarant : « La BCE est prête à faire tout ce qui est nécessaire pour préserver l'euro, et, croyez-moi, ce sera suffisant » Cet engagement se concrétise, en septembre 2012, par l'annonce d'un nouveau programme dit OMT (Outright Monetary Transactions), donnant à la banque centrale la faculté d'acquérir, cette fois sans limitation de durée et de montant, les titres souverains de maturité de 1 à 3 ans, émis par les pays de la zone engagés dans des programmes d'ajustement et aidés par le FESF ou le MES. Les marchés sont convaincus et les primes de risque diminuent ... sans que la BCE n'ait eu besoin d'activer ce programme². Le taux des emprunts souverains à 10 ans de l'Italie, de l'Espagne et de la Grèce, qui avaient atteint respectivement 6,5%, 7,6% et 30% en juillet 2012 tombent progressivement à 4,5% pour les deux premiers pays et 10% pour le troisième (cf graphique page 15).

En outre, en juillet 2013, la BCE, suivie par la BoE, abandonne la doctrine, rappelée à de nombreuses reprises par Jean Claude Trichet, prédécesseur de Mario Draghi, selon laquelle la banque centrale ne s'engage jamais sur l'avenir ; elle rejoint ainsi le principe de « *forward guidance* » appliqué par la FED, en déclarant que ses taux directeurs resteront à leur niveau actuel « pendant une période de temps assez longue ». Toutefois ce changement de doctrine ne va pas jusqu'à conditionner l'engagement ainsi pris, comme l'ont fait la FED et la BoE, à un objectif de réduction du taux de chômage (respectivement au niveau de 6,5% et 7%)³.

Le bilan de la politique de la BCE a valu à son gouverneur les compliments de nombreux analystes qui ont estimé qu'elle avait permis le sauvetage de la zone euro et ont salué son action, devenue plus favorable à la croissance ; en un mot, ces analystes considèrent que la doctrine de la BCE se rapproche de celle de la FED, et joue un rôle de contrepoids face à une Commission Européenne plus doctrinaire. Le départ des deux représentants de la Bundesbank de son Conseil des gouverneurs à la suite de la mise en œuvre de mesures de politique monétaire « non conventionnelles » a donné du poids à cette appréciation ; le bienfondé d'une réorientation plus soucieuse la croissance de la BCE nous semble cependant devoir être fortement nuancé.

Ainsi les oppositions entre les différentes institutions de l'Union Européenne apparaissent plus comme le résultat de luttes de pouvoir entre elles, que comme une opposition entre la doctrine de la gouvernance par les règles et la gouvernance par des institutions dotées d'un large pouvoir d'appréciation des règles. Du fait du mode de fonctionnement des institutions prévu par les traités européens, ces oppositions entre institutions connotent des enjeux en terme des pouvoirs d'inflexion accordés aux États membres ainsi que de l'espace

¹ L'injection nette de liquidités n'a été que de 521 Md€, beaucoup des banques ayant plus cherché à consolider leur trésorerie qu'à accroître leurs liquidités : elles ont donc cédé leurs titres à court terme pour acquérir les ressources à 3 ans proposées par la BCE ; en revanche, d'autres banques, surtout italiennes et espagnoles, en situation plus difficile, ont utilisé les concours de la banque centrale pour renforcer leur trésorerie, absorbant à elles seules 60% des concours nets de la BCE (14% pour les banques françaises).

² En septembre 2010, la banque centrale avait lancé, dans ce même but, un programme dit SMP (Securities Market Program) abandonné puis réactivé en aout 2011. Mais ce programme d'achat de la dette souveraine des pays en difficulté d'un montant trop faible et de plus contesté par la Bundesbank, avait été un échec, ne parvenant pas à contenir l'envolée des primes de risque. La baisse des taux constatée depuis la mi-2012 est bien un résultat de l'annonce de l'OMT, car c'est sur le segment des courtes maturités ciblé par l'OMT, que la baisse des taux a été la plus forte et que l'on a constaté le retour des investisseurs étrangers.

³ On notera qu'en septembre 2013, la FED se déclarant incertaine de la solidité de la reprise américaine, n'a pas entrepris de réduire ses achats d'actifs, et a estimé, à juste titre, que l'indicateur du taux de chômage n'était pas pertinent, du fait de l'importance du nombre de chômeurs découragés sortis des statistiques du chômage.

laissé à la formulation de choix démocratiques. Les positions prises par la BCE étayent cette appréciation, car si dans le domaine budgétaire, elle défend la gouvernance par les règles, dans le domaine de la surveillance du système financier, elle a accru, comme on le verra dans la section suivante, son pouvoir d'appréciation des règles, au détriment des autorités nationales de supervision.

Au final, malgré les craintes allemandes, la fonction de la BCE dans la gouvernance de la zone euro n'a pas été fondamentalement bouleversée : elle n'est devenue ni le prêteur en dernier ressort des banques en difficulté, ni celui des pays dont la solvabilité était contestée ; toute son action a consisté à donner du temps au temps, afin de permettre aux banques de restructurer leur bilan et d'organiser le soutien des établissements en difficulté¹, et aux États de supporter un peu mieux une politique budgétaire d'une rigueur extrême. La BCE a été mise en échec sur un des axiomes qui sous-tendent sa politique, celui qui affirme que le soutien apporté aux banques allait entraîner un regain de l'offre de crédit et qu'en conséquence, les ménages et les entreprises augmenteraient leur endettement et donc leur demande, ce qui restaurerait un rythme de croissance un peu plus soutenu ; en fait comme on l'a indiqué, si les craintes de « *credit crunch* » ne se sont pas réalisées, le soutien des banques n'a pas permis de relancer la croissance par l'offre de crédit, car les agents privés, contraints par l'insuffisance de la demande résultant de l'austérité budgétaire, n'ont pas accru leur demande de crédit.

¹ La BRI, comme le FMI, met en garde elle aussi sur la fragilité du redressement bancaire de l'Europe. Dans son dernier rapport annuel, publié en juin 2013, après avoir salué le redressement des établissements américains, elle considère que « en Europe, les incertitudes quant à la qualité des actifs demeurent préoccupantes » et elle porte un jugement sévère sur « les pratiques européennes d'optimisation » des provisions pour risque considérant que « de telles pratiques d'habillage de bilan soulèvent des questions quant à l'utilisation des modèles internes d'évaluation des risques pour évaluer les fonds propres réglementaires » ; en conséquence, la convergence des ratios de solvabilité des établissements européens et américains n'est qu'une apparence comptable résultant de l'insuffisance du provisionnement européen des risques, ce qui explique qu'il soit inférieur de moitié (en pourcentage des actifs) à celui des banques américaines. En conclusion, les banques européennes n'ont toujours pas achevé leur adaptation « au contexte de l'après crise » qui implique la cession de leurs actifs dépréciés, un assainissement « convaincant » des bilans et l'acquisition de sources stables de bénéfices.

2. LE CHEMINEMENT DE LA ZONE EURO VERS UNE ORGANISATION BANCAIRE PLUS STABLE

L'insuffisance de la régulation bancaire est considérée comme la cause immédiate de la crise financière. Un large consensus international s'est réalisé, malgré le lobbying souvent efficace des banques, pour réformer tant la gestion préventive -régulation micro-prudentielle- appliquée à chaque établissement considéré isolément, que la régulation macro-prudentielle, qui se préoccupe du secteur financier considéré comme un système en relation avec l'économie réelle ainsi que la gestion des défaillances des établissements - résolution- afin d'en limiter les conséquences systémiques.

2.1. LA GESTION PRÉVENTIVE DU RISQUE BANCAIRE : LA RÉGULATION MICRO-PRUDENTIELLE

Dès novembre 2010, lors du G20 de Séoul, le principe d'une réécriture des normes prudentielles, considérées comme un moyen essentiel d'assurer la résilience du système bancaire, a été adopté. Cette réforme, déjà largement élaborée par le Comité de Bâle¹, a fait l'objet, un mois après le G20, d'un accord dit de Bâle3.

Cet accord vise à :

- Renforcer la qualité des fonds propres qui devront comprendre en majorité des actions ordinaires et des bénéfices mis en réserve.
- Multiplier par plus de trois (7%) le montant minimum de fonds propres durs (ratio de solvabilité), afin qu'ils couvrent mieux les pertes éventuelles et limitent donc le recours aux ressources publiques en cas de défaillance de la banque.
- Compléter le ratio de solvabilité par la création d'un ratio de levier qui exige que les fonds propres couvrent au moins 3% des encours de risque non pondérés. Ce ratio, très contesté par la profession, est destiné à pallier les incertitudes pesant sur l'évaluation de la pondération des risques qui figurent au dénominateur du ratio de solvabilité.
- Contrebalancer les aspects procycliques des ratios de fonds propres en créant des « coussins » complémentaires de fonds propres déterminés en fonction de la conjoncture et ne pouvant dépasser 5% des risques pondérés.
- Assujettir les banques systémiques, dont la défaillance est susceptible de compromettre la stabilité de l'ensemble du système financier, à l'obligation de constituer un coussin spécifique de fonds propres².
- Encadrer la liquidité des établissements par la création de deux nouveaux ratios, le premier imposant une couverture d'au moins 100% des engagements de court terme (30 jours) par des actifs liquides de haute qualité³, et le second imposant la couverture à au

¹ Le Comité de Bâle est une entité créée en 1975 sous l'égide de la BRI qui regroupe les représentants des banques centrales et des autorités nationales de régulation de 27 pays ; il est chargé de définir, par voie d'accord, les normes prudentielles des banques, normes qui ne s'appliqueront qu'une fois transposées dans les réglementations nationales.

² Lors du G20 de novembre 2011, une liste de 29 banques systémiques dites SIFI's (systematically Important Financial Institution) avait été établie (dont 4 banques françaises, 4 britanniques, 9 américaines et seulement 2 allemandes). Ces banques, soumises à une surcharge en capital, avaient été sélectionnées non seulement en fonction de leur taille, mais aussi de leurs interconnexions avec d'autres banques, de leur degré d'internationalisation et de la complexité de leurs activités. Pour sa part, Bâle3 a établi une liste provisoire de banques systémiques qu'il est prévu de réviser en novembre 2014.

³ Ratio dénommé LCR (Liquidity Coverage Ratio), applicable de façon progressive à partir de 2015.

moins 100% des engagements à un an par des ressources stables à un an au moins, ce qui revient à encadrer le risque de transformation des établissements de crédit¹.

La concurrence entre les systèmes bancaires nationaux² a été un obstacle à la transposition rapide des accords de Bâle : ainsi les États Unis n'ont transposé que Bâle1, alors que les banques européennes appliquent les accords de Bâle2 depuis 2007 seulement³. En novembre 2012, les États Unis, qui avaient annoncé leur intention de transposer rapidement Bâle3 ont demandé un délai supplémentaire, ce qui a entraîné la demande de la Fédération Bancaire européenne de calquer le calendrier européen de mise en œuvre de Bâle3 sur le calendrier américain. Par ailleurs, une directive européenne, préparée par le rapport Liikanen, est attendue, qui devrait obliger à un cantonnement des activités spéculatives réalisées par les groupes bancaires, afin d'éviter qu'elles ne compromettent les activités de banque commerciale. Les États-Unis avec le Dodd Frank Act et le Royaume Uni avec le rapport Vickers sont engagés dans cette même démarche⁴.

Quoi qu'il en soit, la transposition européenne de Bâle3 a débuté en mai 2012 avec l'approbation par le Conseil Européen des nouvelles normes de fonds propres, dites CRD4 (*Capital Requirement Directive*), avec quelques assouplissements concernant notamment la pondération des risques souverains. Les marchés, en pénalisant les établissements qui n'appliquent pas par anticipation les nouvelles normes prudentielles, incitent à leur mise en œuvre rapide.

Si les normes prudentielles proprement dites ont profondément évolué depuis la crise financière, il n'en est pas de même concernant les normes comptables. Le G20 de Pittsburgh (septembre 2009) avait mis en cause leur responsabilité, qu'il s'agisse des normes européennes (*IFRS-International Financial Reporting Standard*) ou des normes américaines (*GAAP-Generally Accepted Accounting Principles*). Ces normes « [ayant] montré leur insuffisance dans un contexte de fortes perturbations des marchés financiers » (communiqué final) ; c'est particulièrement l'utilisation d'évaluations en juste valeur (valeur de marché) des actifs bancaires qui était visée, car déstabilisante en période de bulles financière ou de marchés illiquides. Malgré quelques évolutions concernant l'évaluation des portefeuilles bancaires et d'actifs disponibles à la vente, l'utilisation des évaluations en valeur de marché a finalement peu évolué.

¹ Ratio dénommé NSFR (Net Stable Funding Ratio), applicable, en principe à partir de 2018, après une période de test. La création de ce ratio pose une véritable question de fonds quant à la définition des fonctions de l'intermédiation bancaire. A notre sens, cette question ne devrait pas être traitée dans le cadre des normes prudentielles, mais dans celui de la supervision de chaque établissement.

² Les débats ont porté sur de nombreux aspects : ainsi les États Unis ont estimé que Bâle donnait un rôle trop important aux agences de notation, mais les conflits entre pays européens ont été également vifs s'agissant notamment de l'insertion dans les fonds propres bancaires, des fonds propres des filiales d'assurance des établissements de crédit (défendue par la France) ou de la tentative d'assimiler les « participations silencieuses » des banques allemandes à des fonds propres bancaires.

³ Les accords de Bâle2 ont défini une architecture prudentielle qui n'a pas été remise en cause par Bâle3. Toutefois une réécriture partielle de Bâle 2 a eu lieu en décembre 2012 (Bâle 2.5) afin que les risques sur les opérations de marché et de titrisation soient mieux pris en compte.

⁴ Sur ce sujet, Michel Fried, « Réglementation bancaire : course de vitesse entre les législateurs français et européens », Note Lasaire n°30, mars 2013.

2.2. LA SÉCURISATION DES SYSTÈMES BANCAIRES

La sécurisation des systèmes bancaires concerne deux volets, d'une part, la régulation macro-prudentielle des systèmes bancaires et, d'autre part, la gestion des défaillances bancaires.

- Le premier volet, la régulation macro-prudentielle, est un volet préventif. A la différence des normes micro-prudentielles qui s'inscrivent dans une logique de régulation par les règles, la régulation macro-prudentielle donne aux superviseurs nationaux, non seulement la responsabilité du contrôle de la bonne application par chaque banque des normes micro-prudentielles, mais, dans certaines limites, le pouvoir de moduler ces normes en fonction des caractéristiques de risque d'un établissement considéré isolément¹, et surtout pour tenir compte des relations réciproques du système financier et de l'économie réelle. Toutefois, on a vu que Bâle3 a incorporé des préoccupations d'ordre macro-prudentielles, avec son système des « coussins » de fonds propres modulables pour contrebalancer les aspects procycliques des normes prudentielles ou la situation systémique d'un établissement.
- Le second volet, curatif, concerne les dispositifs destinés à éviter que la défaillance d'un établissement ne conduise à une crise de l'ensemble du système financier. Ce volet recouvre la résolution des défaillances bancaires, c'est à dire la gestion des défaillances et de leurs conséquences sur la garantie des dépôts, et les mécanismes de restructurations et de renflouement (recapitalisation ou crédits nouveaux accordés aux établissements en difficulté).

Un accord, dit d'« Union Bancaire »², couvrant ces deux volets, a été réalisé, en septembre 2012, au sein du Conseil Européen. L'union bancaire a été présentée, comme venant compléter la mise sous tutelle des politiques budgétaires nationales, et constituant la dernière pierre apportée à l'édification d'un gouvernement économique de l'Europe, ou, à défaut, de la zone euro. Sa mise en œuvre s'est concrétisée, à ce jour, sur deux points : la réforme de la supervision bancaire achevée, et le projet de réforme des mécanismes de résolution.

À compter de mars 2014 (mai étant plus vraisemblable), les superviseurs nationaux seront dessaisis de leur compétence sur les 200 plus grandes banques européennes, au profit d'un organisme unique de supervision, créé au sein de la BCE ; cet organisme pourra, de plus, se saisir, s'il le juge nécessaire, de la surveillance de banques plus petites.

L'attribution à la BCE de cette compétence, pose la question des avantages et des inconvénients de la coexistence au sein d'un même établissement, de la responsabilité de la

¹ Ainsi, dans le cas français, l'Autorité de Contrôle Prudentiel (ACP) utilise un système d'évaluation des risques dit ORAP (Organisation et Renforcement de l'Action Préventive) qui permet d'identifier les facteurs spécifiques de fragilité d'un établissement, en fonction de la nature et de la complexité de ses risques, et de l'inciter à mettre en œuvre, de façon préalable, des mesures correctrices ; ces incitations peuvent se transformer en injonctions de prendre les mesures propres à surmonter ses difficultés, telle que celle de détenir des fonds propres d'un montant supérieur à celui des normes prudentielles (article L613-16 du code monétaire et financier). L'ACP peut, en fonction de la situation de l'établissement (article L613-21 du Code monétaire et financier), lui interdire ou limiter l'exécution de certaines opérations, suspendre ou imposer la démission de dirigeants, interdire ou limiter la distribution de dividendes et imposer à la banque des sanctions pécuniaires. Par ailleurs (article L511-42), le gouverneur de la Banque de France peut, après avis de l'ACP, inviter les actionnaires à apporter leur soutien financier sous forme de capital ou de prêt.

² On trouvera dans la note n°32 de Lasaire (mai 2013), une présentation par Jean Pierre Moussy du projet d'union bancaire replacé dans le contexte des réformes récentes.

politique monétaire et de la supervision macro-prudentielle¹. Certains s'y opposent au nom du principe d'affectation optimale des instruments, car la banque centrale peut se trouver en situation de devoir arbitrer entre ses objectifs de stabilité monétaire et ceux de stabilité financière ; un exemple de conflit d'objectif est celui où, au nom de la lutte contre l'inflation, la banque centrale augmenterait ses taux directeurs, au risque de compromettre la situation des banques du fait de la dévalorisation de leurs actifs résultant de cette hausse. Les partisans d'un élargissement des attributions de la banque centrale, font valoir que celui-ci renforcerait la prise en compte par la banque centrale de l'objectif de stabilité financière, insuffisamment ciblé par la BCE, mais les partisans de cette réforme ne nient pas pour autant le risque de conflits d'objectifs, faisant valoir qu'ils pourraient être évités en élargissant la gamme des instruments effectivement utilisés par la banque centrale, notamment en recourant à la régulation directe du crédit et au maniement des réserves obligatoires. On remarquera que ces instruments sont actuellement délaissés par la BCE pour des raisons doctrinales, ce qui laisse perplexe sur les avantages qui résulteront effectivement de la réforme de la supervision bancaire.

Concernant l'élaboration des mécanismes de résolution consécutifs à la défaillance d'une banque, l'Allemagne a fait écarter le projet de faire du Conseil Européen l'instance décisionnelle de la résolution, et a proposé, avec succès, de regrouper au sein du MES (Mécanisme Européen de Stabilité) les fonctions décisionnelles et de financement ; or, dans cette institution, les décisions concernant l'assistance financière étant prises à l'unanimité, les États, donc l'Allemagne, disposent d'un droit de veto². Si le MES pourra prendre la décision de recapitaliser un établissement en difficulté, son soutien sera contingenté, puisque le fonds ne disposera à cette fin que d'une enveloppe de 50 à 60 Md€, représentant à peine plus de 10% de sa capacité totale de financement ; il interviendra en complément de l'assistance financière des États, qui sera elle aussi plafonnée à hauteur de 20% du montant de la recapitalisation, et après l'appel au soutien des actionnaires, des créanciers et en dernier lieu des déposants (pour la partie des dépôts non garantis). Finalement le modèle de résolution retenu encadre les possibilités d'assistance de toutes les parties concernées.

Ce mécanisme de résolution a été présenté comme une pièce maîtresse de la réalisation de l'objectif principal de l'union bancaire, selon Michel Barnier, ne plus faire des États, les financiers quasi exclusifs du sauvetage du système financier³. Dans ce but, l'accord intervenu au sein de l'Eurogroupe, en juin 2013, sur le rôle du MES dans la recapitalisation des banques, repose sur une logique dominante de « bail in » (sauvetage par les parties prenantes de l'entreprise) et non de « bail out », comme cela avait été le cas jusqu'alors. Toutefois, la question se pose du traitement des situations où les contributions des actionnaires, des créanciers et des déposants d'une part et celles des autres contributeurs (Etat et MES) d'autre part, seraient insuffisantes pour couvrir les besoins financiers d'une résolution dont il convient de contenir les conséquences systémiques. Une telle situation s'est produite concernant les défaillances d'établissements financiers qui ont suivi celle de Lehman Brothers. La

¹ Ce point a fait l'objet d'un rapport de Jean Paul Betbeze, Christian Bordes, Jezabel Couppey-Soubeyran et Dominique Plihon, intitulé «Banque centrale et stabilité financière », Conseil d'analyse Economique, 2011.

² On remarquera que la position allemande peut également s'appuyer sur la décision de la Cour constitutionnelle de Karlsruhe, qui a imposé une autorisation parlementaire pour recapitaliser un établissement défaillant. On notera de plus que l'Allemagne a refusé que la BCE assure la surveillance de ses landesbank et de ses caisses d'épargne, raison pour laquelle elle a entendu limiter la compétence de la BCE aux plus grandes banques...

³ On observera qu'un traitement parallèle est mis en œuvre pour impliquer les créanciers privés dans la restructuration des dettes publiques ; Depuis janvier 2013, les nouvelles émissions de dette publique doivent obligatoirement comporter une clause dite CAC (Clause d'Action Collective), qui permet de mettre à contribution les créanciers privés, et d'alléger le fardeau du MES et des Etats. Les clauses CAC permettront d'éviter les difficultés apparues pour faire contribuer les détenteurs privés lors de la restructuration de la dette grecque. (en mars 2012, sur une dette totale de 350 Md€, 110 Md ont pu être effacés).

réglementation instaurée aujourd'hui instaure un objectif de limitation, dans tous les cas de figure, des contributions publiques au sauvetage du système financier. Peut-on soutenir que le déploiement des paratonnerres installés, depuis la première crise financière, permettront d'éviter à coup sûr le retour d'une crise financière ou doit-on considérer que l'objectif de préservation des finances publiques l'emporte sur le risque d'une crise systémique ? On se rappellera que la négociation sur le rôle du MES n'a pu se débloquer, que lorsque le risque d'une recapitalisation massive des banques italiennes et espagnoles a semblé être devenu négligeable, ce qui a conduit à réduire les besoins prévisionnels de recapitalisation des banques et donc les moyens à accorder au MES et aux États membres.

Ce serait une erreur de penser que l'union bancaire constitue une étape vers un gouvernement économique de nature fédérale. D'une part, avancer dans cette direction supposerait une révision des traités européens, irréaliste en l'état¹ ; d'autre part, cet accord apparaît comme la conclusion, peut-être provisoire, d'un débat sur la gouvernance de l'Europe où deux acteurs, la BCE et l'Allemagne, ont réussi à faire prévaloir une solution fondée sur leur méfiance commune envers la capacité des États à prendre des décisions contraignantes², qu'il s'agisse des politiques budgétaires ou de la régulation bancaire. L'opposition entre les gouvernements partisans d'une Europe des États, régie par des règles strictes, et ceux, partisans d'un Europe fédérale disposant de moyens d'action propres et discrétionnaires (condition d'un fonctionnement démocratique), est totalement surdéterminée par le débat entre les partisans d'une politique de rigueur et les partisans de la préservation d'une croissance minimale permettant de contenir le chômage et de préserver les systèmes sociaux nationaux.

¹ Les réformes prudentielles évoquées ont été faites en considérant qu'elles ne remettaient pas en cause les traités européens car elles relevaient de l'article 127-6 du traité européen qui prévoit que « le Conseil, statuant à l'unanimité, ... peut confier à la BCE des missions spécifiques ayant trait au contrôle prudentiel des établissements de crédit et des autres établissements financiers ». A notre connaissance, la validité juridique de l'utilisation de cet article, qui repose sur la définition de l'expression « mission spécifique » n'a pas été testée. Toutefois le Financial Time a fait état d'une étude non publiée de la Commission, considérant que l'utilisation de cet article n'était pas juridiquement fondée.

² En novembre 2012, dans son discours devant le Parlement Européen, Angela Merkel avait déclaré que la crise de la zone euro était due à deux facteurs qui se sont cumulés : la faiblesse d'une union monétaire sans union économique et l'incurie des gouvernements qui ont reculé devant des décisions difficiles (discours rappelé dans *Le Monde* du 1/6/13). La gouvernance par les règles, préconisée par l'Allemagne pour la conduite des politiques budgétaires, n'apparaît donc pas comme une position de principe, mais comme un moyen de faire aboutir une gouvernance stricte.

3. LA ZONE EURO EST-ELLE EN MESURE D’AFFRONTER LES DÉFIS DE LA PÉRIODE À VENIR ?

La période à venir, selon le jugement de la plupart des analystes, devrait être une période de croissance faible, mais où l’essentiel des déséquilibres de la zone euro sera résorbé. Comme on l’a vu, cette appréciation peut paraître optimiste, notamment au regard de la fragilité persistante du système financier européen, non seulement dans les pays les plus fragiles où leur restructuration est conduite avec détermination, mais aussi dans des pays plus solides comme l’Allemagne. La période à venir risque d’être caractérisée par trois chocs spécifiques mettant à l’épreuve l’efficacité des actions conduites pour résoudre la crise de la zone euro : l’amenuisement de la croissance potentielle de la zone, le développement du « *shadow banking* » et la remontée des taux d’intérêt.

3.1. L’AMENUISEMENT DE LA CROISSANCE POTENTIELLE

Une attention particulière devrait être apportée aux conséquences négatives d’une période trop longue de faible croissance, de surcroît instable, sur les perspectives d’activité à long terme. Alors que les estimations de la croissance potentielle étaient de 2% l’an environ avant la crise, elles se situent, pour les 15 prochaines années, à un niveau très faible, entre 1,5% (INSEE) et 0,5 - 0,8% (Natixis). Malgré les incertitudes qui pèsent sur les estimations de la croissance potentielle, les causes de son affaiblissement dans la zone euro sont bien identifiées : elles concernent l’évolution prévisionnelle du volume et l’efficacité des facteurs de production.

- La croissance de la population en âge de travailler n’est pas franchement orientée à la hausse, non seulement en raison des facteurs démographiques, mais aussi des effets d’un chômage de longue durée qui affecte le volume de l’offre de travail ainsi que son efficacité.
- Les capacités de production sont entamées par l’insuffisance des investissements de capacité ainsi que par les destructions des capacités existantes résultant des faillites ou des déclassements d’équipement.
- Enfin de nombreuses études constatent un amenuisement de la productivité globale des facteurs, résultant non seulement de l’insuffisance des dépenses de recherche-développement, mais aussi de la baisse d’efficacité de chaque euro dépensé (l’industrie pharmaceutique est un exemple emblématique de cette évolution).

En conséquence, le bilan des politiques budgétaires ,à l’œuvre dans la zone euro, doit porter non seulement sur leurs conséquences macroéconomiques immédiates en matière de chômage ou de préservation des systèmes sociaux, mais aussi, sur leurs effets à plus long terme. Le débat sur le retour d’une croissance de $\pm 0,3\%$ comme indicateur de fin de crise a quelque chose de dérisoire tant que les effets durables des politiques budgétaires actuelles n’auront pas été pris en compte.

3.2. LA STABILISATION DU SYSTÈME FINANCIER

La stabilisation du système financier a été recherchée, comme on l’a vu, dans l’urgence par les mesures décidées par la BCE, et, de façon structurelle, par la réforme des normes prudentielles, la séparation entre les activités de banque commerciale et les activités spéculatives, et l’unification de la supervision et du mécanisme de garantie des dépôts.

Ces réformes, qui sont loin d'être achevées et mises en œuvre, ont renforcé le clivage entre les deux composantes du système financier : d'un côté, les banques, dont l'activité est désormais beaucoup plus strictement encadrée, de l'autre, le « shadow banking »¹, dont la régulation a certes progressé, mais qui restera beaucoup moins contraignante. La réforme la plus importante est l'entrée en application, depuis avril 2013, de la directive EMIR (European Market Infrastructure Règlementation) qui exige des opérateurs plus de transparence vis-à-vis des superviseurs et accroît les exigences de fourniture de collatéraux.

L'augmentation de la couverture des activités bancaires par des fonds propres a accru la prégnance du nouveau modèle d'activité bancaire dit « *originate and distribute* ». Les banques sont ainsi amenées à ne plus conserver dans leur bilan tous les crédits qu'elles ont accordés ; l'offre de crédit est largement conditionnée par deux facteurs : la capacité de l'établissement prêteur à se refinancer auprès de la BCE et la possibilité de céder, à un horizon peu éloigné, une partie des portefeuilles de crédit (titrisation). Cette évolution, qui apparaîtra peut-être à l'avenir comme une mutation fondamentale du métier de banquier, a été fortement encouragée par la BCE du fait de la diminution de ses exigences de qualité minimum des actifs qu'elle accepte comme collatéraux pour ses opérations de refinancement, et par l'introduction, parmi ces actifs, de titres émis à l'occasion des opérations de titrisation ; ces titres à l'origine de la première crise financière et qui n'ont pas encore retrouvé l'importance qu'ils détenaient avant l'éclatement de la première crise, occupent désormais la troisième place parmi les collatéraux éligibles, presque au même niveau que les titres souverains et les obligations sécurisées² qui occupent les deux premières places.

La nature de l'offre de crédit aux entreprises est transformée par ces évolutions, bien que comme on l'a noté, l'hypothèse d'un *credit crunch* ne soit pas plus vérifiée aujourd'hui qu'en 2011. Il n'en reste pas moins que, si les encours de crédit des entreprises ne baissent pas, c'est parce que les grandes entreprises se financent surtout sur les marchés, alors que le crédit aux PME ne progresse que lentement et supporte une prime de risque importante, beaucoup plus corrélée aux taux des crédits souverains que la prime de risque imposée aux grandes entreprises (voir sur ce point l'annexe 6) ; la corrélation entre le taux des crédits aux PME et celui des crédits souverains est un facteur de pénalisation qui affecte spécifiquement les pays les plus fragiles de la zone euro.

3.3 LES RISQUES D'UNE HAUSSE DES TAUX D'INTÉRÊT

Enfin, il est nécessaire de s'interroger sur la résilience du système financier lorsque s'achèvera la période de taux d'intérêt historiquement bas, ouverte depuis 2008. Il ne s'agit plus d'une hypothèse d'école depuis qu'en mai 2013, la FED a évoqué la possibilité de l'arrêt progressif du soutien apporté au maintien des taux bas par ses achats massifs de titres publics (85 Md\$ par mois), achats qui en faisait, ces derniers mois, le principal acquéreur. L'interconnexion des marchés financiers fait que les investisseurs ont anticipé une hausse

¹ Il n'existe pas de définition officielle du shadow banking, parfois appelé banque de l'ombre. Dans sa définition la plus large, ce terme recouvre des entités, notamment des fonds et des véhicules de titrisation, qui collectent des ressources auprès d'investisseurs, s'endettent et placent les fonds ainsi récoltés en titres de marché, émis par des entreprises et des banques.

² Les obligations sécurisées, ou covered bonds, émises par les banques sont des obligations adossées à un portefeuille de grande qualité de crédits immobiliers et de crédits destinés aux collectivités territoriales. Ces obligations se différencient des titres classiques émis à l'occasion des opérations de titrisation (ABS - Asset Back Securities), car leurs caractéristiques sont réglementées, ils sont acceptés, depuis 2010, au numérateur des ratios de liquidité des banques, ils sont éligibles au refinancement de la BCE, et ils n'entraînent pas la sortie du bilan des créances titrisées.

internationale des taux¹ entraînant le dégonflement des Bourses et le retrait des capitaux, américains surtout, des pays émergents. Le krach obligataire de 1994, après l'annonce (non anticipée) du relèvement des taux directeurs de la FED, est aujourd'hui dans tous les esprits. Un tel scénario non seulement entraînerait une hausse des taux débiteurs des agents non financiers, mais fragiliserait les bilans bancaires du fait de la dévalorisation des actifs (qui évoluent en sens inverse des taux d'intérêt) et du risque pesant sur le dénouement des opérations de *carry trade* réalisées par les banques². La coexistence de taux plus élevés et de banques plus frileuses n'est pas de bon augure pour les perspectives de croissance.

¹ Depuis l'annonce de la FED, les taux des emprunts souverains ont significativement monté : de 1,63% à 2,80% pour les taux américains, de 1,17% à 1,94% pour les taux allemands et de 1,71% à 2,50% pour les taux français (à la mi-septembre).

² Les banques se sont endettées à court terme à un taux de 0,5% environ (coût de refinancement auprès de la BCE) pour acheter des obligations de bonne qualité (françaises ou allemandes) rémunérées à plus de 1,5%, ce qui leur assurait une marge en général égale ou supérieure à 100 points de base.

CONCLUSION : À COURT TERME, LES MOYENS D'ACTION SONT LIMITÉS, À MOYEN TERME COMMENT RESTAURER UN DÉBAT CONSTRUCTIF ?

La zone euro est une construction boîteuse, incapable de faire face aux risques de choc asymétrique¹. Ce vice de conception est la cause immédiate de la crise de la zone euro. Toutefois, lorsque ces chocs asymétriques ont fini par se concrétiser, les pays membres ont dû choisir, soit dissoudre la zone monétaire, option extraordinairement coûteuse, y compris pour les pays les moins touchés de la zone, soit venir en aide aux pays les plus fragiles, ce qui impliquait de mettre à contribution les pays les plus stables de la zone. La seconde option a été retenue.

Deux réponses étaient alors envisageables, soit de faire évoluer la zone selon une logique fédérale, soit de construire une solution assurantielle. L'option fédérale, un instant envisagée, notamment par Wolfgang Schäuble, le ministre des finances allemand, et de façon moins précise par sa chancelière, Angela Merkel, n'a pas reçu un accueil favorable, notamment de la France. Ce dernier pays, tout en se déclarant favorable, en prône une vision si étreinée qu'elle perd tout sens réformateur². La fenêtre qui avait peut-être été entrouverte, semble aujourd'hui refermée. Que faire ?

Trop d'obstacles encombrant aujourd'hui le chemin de la construction d'une Europe, ou plutôt d'une Europe à 17, fédérale. Il serait probablement plus fructueux de réorienter nos propositions vers la construction d'une zone euro assumant pleinement le choix du modèle assurantiel, accepté, faute d'autre alternative, par le Conseil Européen, en le débarrassant des limites intenable qui ont été les contreparties de l'accord intergouvernemental, notamment en supprimant l'encadrement des garanties et financements accordés en couverture des risques d'insolvabilité des pays membres. La contrepartie de cette orientation réaliste, semble devoir être la redéfinition des politiques budgétaires, ce qui, comme l'avait souligné Wolfgang Schäuble, conditionne non seulement l'acceptation du modèle fédéral, mais aussi l'acceptation d'un modèle assurantiel. Le débat sur ce terrain, qui charrie tout le substrat idéologique de la construction européenne, a toutes chances d'être encore plus difficile que le choix entre les options fédérales ou assurantielles.

¹ Terme consacré, signifiant que, au sein d'une zone économique, il existe deux types de chocs, ceux qui touchent l'ensemble de la zone et ceux qui ne concernent qu'un ou plusieurs Etats membres, par exemple en situation d'insolvabilité.

² Le discours du Ministre des finances, Pierre Moscovici, le 10 septembre 2013, lors d'un séminaire conjoint avec le FMI, a ainsi rappelé son engagement envers une Europe fédérale, et a proposé de construire un embryon de budget fédéral, doté de ressources propres, chargé de ... mutualiser tout ou partie des allocations de chômage nationales. On est loin de la recherche d'une solution à la crise de la zone euro.

ANNEXES

ANNEXE N° 1 : L'interdépendance des risques publics et bancaires

ANNEXE N° 2 : Les soldes budgétaires

ANNEXE N° 3 : Le ratio de soutenabilité de la dette publique

ANNEXE N° 4 : Ajustement budgétaire nécessaire (en % du PIB potentiel) pour ramener d'ici 2040 le ratio endettement brut /PIB à 60 %

ANNEXE N° 5 : Le financement du secteur privé en 2011

ANNEXE N° 6 : Évolution des taux (concours nouveaux) à long terme

ANNEXE N° 7 : Situation des banques

ANNEXE N° 1 : L'INTERDÉPENDANCE DES RISQUES PUBLICS ET BANCAIRES

La corrélation entre l'appréciation des risques bancaires et celle des risques souverains s'est vérifiée dans la plupart des crises financières. Ce n'est donc pas un phénomène spécifique de la crise actuelle. Les interrelations entre la sphère financière et la sphère publique expliquent ce constat historique. En cas de crise bancaire, un Etat ne peut éviter de soutenir ses banques domestiques, voire de renflouer les établissements d'importance systémiques en péril, afin de conjurer l'éventualité d'une crise bancaire qui aggraverait la crise économique et assècherait encore davantage les ressources publiques ; en sens inverse, l'accroissement du risque souverain incite les banques à se débarrasser des dettes souveraines qu'elles détiennent afin de limiter leur dévalorisation du fait de la hausse de la prime de risque exigée par les investisseurs. La réaction de protection des banques aggrave donc la situation de l'Etat émetteur, et vice-versa.

Les banques européennes, lors de la crise actuelle sont restées des détenteurs importants de la dette publique domestique, accroissant même leur taux de détention dans les pays les plus risqués, qui sont aussi ceux dont la dette publique a le plus progressé. Les non-résidents ont eu un comportement inverse : ils ont accru leur taux de détention dans les pays dont la solvabilité était jugée sûre, et n'ont pas suivi l'augmentation de la dette des pays jugés risqués comme l'Espagne et l'Italie. Le comportement des banques continue donc de bénéficier d'un fort tropisme national.

Taux de détention des titres de dette publique*

(% de la dette publique domestique)	Banques domestiques		Non résidents	
	2007	2011	2007	2011
Allemagne	29,7	22,9	49,4	62,7
France	13,0	14,0	55,0	57,0
Italie	12,1	16,7	49,1	42,8
Espagne	21,2	27,0	47,7	34,2
RU	-1,6	10,7	32,5	30,2
Etats-Unis	1,4	2,0	25,5	31,4

*les autres détenteurs de la dette publique domestique sont des entités publiques, et notamment les banques centrales.

(Source : S. Merler et J. Pisani Ferry : « Une relation risquée, l'interdépendance entre dette bancaire et dette souveraine », Revue de la stabilité financière, avril 2012°)

On notera que la réglementation prudentielle et les conditions d'accès des banques aux opérations de refinancement des banques centrales étaient faites pour créer un biais favorable à la détention des titres publics nationaux. Ainsi, jusqu'à une date récente, la solvabilité des émetteurs souverains de l'OCDE était systématiquement notée excellente pour le calcul des ratios prudentiels, ou pour servir de collatéral au financement des banques centrales, celles-ci, de plus, n'acceptaient que les titres souverains émis dans la monnaie nationale. La législation actuelle est devenue plus réaliste, et les biais domestiques ont été atténués, sans pour autant disparaître totalement.

ANNEXE N° 2 : LES SOLDES BUDGÉTAIRES

Les soldes budgétaires

(pts de PIB)	Allema gne	France	Italie	Espa gne	Grèce	Zone €	RU	USA
Recettes publiques								
2010	43,6	49,5	46,1	36,6	40,6	44,8	44,1	31,4
2013 ^e	45,2	53,3	47,7	36,8	43,5	46,8	45,8	32,7
Δ	+1,6	+3,8	+1,6	+0,2	+2,9	+2,0	+1,7	+1,3
Dépenses publiques								
2010	47,7	56,5	50,5	46,3	51,3	51,0	50,5	42,7
2013 ^e	45,4	57,2	51,1	42,9	47,3	49,7	48,5	39,6
Δ	-2,3	+0,7	+0,6	-3,4	-4,0	-1,3	-2,0	-3,1
dépenses d'intérêt								
2010	2,5	2,4	4,5	1,9	5,9	2,8	3,0	nd
2013 ^e	2,4	2,5	5,1	3,0	3,8	3,1	2,9	nd
Déficit public								
2010	-4,1	-7,1	-4,5	-9,7	-10,7	-6,2	-10,2	-11,3
2013 ^e	-0,2	-3,9	-2,9	-6,5	-3,8	-2,9	-6,8	-6,9
Δ	-3,9	-3,2	-1,6	-3,2	-6,9	-3,3	-3,4	-4,4
Déficit public ajusté du cycle								
2010	-3,6	-6,0	-3,5	-7,4	-8,4	-5,1	-8,9	nd
2013 ^e	+0,4	-2,1	-0,7	-4,3	+2,4	-1,4	-5,6	nd
Δ	-4,0	-3,9	-2,8	-3,1	-10,8	-3,7	-3,3	nd
Composante cyclique								
2010	-0,6	-1,1	-1,0	-2,3	-2,3	-1,1	-1,3	nd
2013 ^e	-0,5	-1,8	-2,2	-2,2	-6,3	-1,5	-1,2	nd
Déficit structurel*								
2010	-2,3	-5,8	-7,4	-6,7	-2,3	-4,5	-8,9	nd
2013 ^e	+0,4	-2,2	-4,4	-2,2	-4,4	-1,4	-5,7	nd
Δ	-2,7	-3,6	-3,0	-4,5	+2,1	-3,1	-3,2	nd
Taux d'endettement¹. Public								
2010	82,4	82,4	119,3	61,5	148,3	85,6	79,4	98,7
2013 ^e	81,1	94,0	131,4	91,3	179,2	95,5	95,5	119,6
Δ	-1,3	+11,6	+12,1	+29,8	+30,9	+9,9	+16,1	+20,9

*Le déficit structurel exclut du déficit public (nominal) non seulement sa composante cyclique mais aussi les éléments n'ayant qu'un impact ponctuel, notamment le coût des recapitalisations bancaires

(Source : Commission Européenne, mai 2013)

ANNEXE N° 3 : LE RATIO DE SOUTENABILITÉ DE LA DETTE PUBLIQUE*

(Source : données de la Commission Européenne)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Allemagne :						
g	3,3	1,1	-5,1	4,2	3,1	0,7
i	2,5	3,2	2,0	1,8	1,8	0,2
g-i	0,5	-2,1	-7,1	2,4	1,3	0,5
France :						
g	2,3	-0,1	-3,1	1,7	1,7	0,0
i	1,7	1,6	2,9	2,0	2,0	0,9
g-i	0,6	-1,7	-6,0	-0,3	-0,3	-0,9
Espagne :						
g	3,5	0,9	-3,7	-0,3	0,4	-1,4
i	1,0	1,9	3,9	3,8	4,4	5,7
g-i	2,5	1,0	-0,2	-4,1	-4,0	-7,1
Italie :						
g	1,7	-1,2	-5,5	1,7	0,4	-2,4
i	2,1	2,1	2,2	3,6	4,0	3,8
g-i	-0,4	-3,3	-7,7	-1,9	-3,6	-6,2
Grèce :						
g	-3,5	-0,2	-3,1	-4,9	-7,1	-6,4
i	1,1	0,1	2,8	2,9	14,5	23,5
g-i	-4,6	-0,3	-5,9	-2,0	-21,6	-29,9
RU :						
g	3,6	-1,0	-4,0	1,8	1,0	0,3
i	2,8	1,4	2,0	0,6	0,7	0,3
g-i	0,8	-2,4	-6,0	0,8	0,3	0,0

*g : taux annuel de croissance du PIB en volume

i : taux annuel de la dette publique à 10 ans déflatée par le prix du PIB

(Source : données de la Commission Européenne)

ANNEXE N° 4 : AJUSTEMENT BUDGÉTAIRE NÉCESSAIRE (EN % DU PIB POTENTIEL) POUR RAMENER D'ICI 2040 LE RATIO ENDETTEMENT BRUT /PIB À 60%

(Source : 83^{ème} rapport annuel de la BRI. Juin 2013)

	Taux d'intérêt niveau 2013*		Taux d'intérêt convergent vers 1% en 5 ans*	
	Hors DLV**	Avec DLV**	Hors DLV**	Avec DLV**
Allemagne	0,6	3,4	0,6	3,3
France	3,6	5,4	3,3	5,2
Italie	4,2	4,0	2,0	1,9
Espagne	7,8	10,4	3,7	7,3
Pays Bas	2,4	8,9	2,2	8,8
Royaume Uni	7,4	13,2	8,5	14,0
Etats Unis	4,8	14,1	6,9	16,1
Japon***	13,3	14,9	17,9	19,6

*DLV : Dépenses liées au vieillissement démographique. Leur évaluation ne tient pas compte des réformes adoptées après décembre 2011

**Taux d'intérêt corrigé de la croissance nominale du PIB

***La cible pour ce pays est un taux d'endettement de 200%

ANNEXE N° 5 : LE FINANCEMENT DU SECTEUR PRIVÉ EN 2011

(Source : Brueghel), mars 2013)

(Points de PIB)	All	Fr	Ital	Esp	Grèce	RU	USA
SNF :....crédits	35	44	57	80	53	31	18
.....obligations	13	26	20	3	4	14	35
Total Secteur privé	105	116	122	204	118	188	55
Poids secteur banc	326	421	258	337	222	188	82

Note : SNF : Sociétés non financières – Poids du secteur bancaire : mesuré par le total des actifs
(Source : Brueghel), mars 2013)

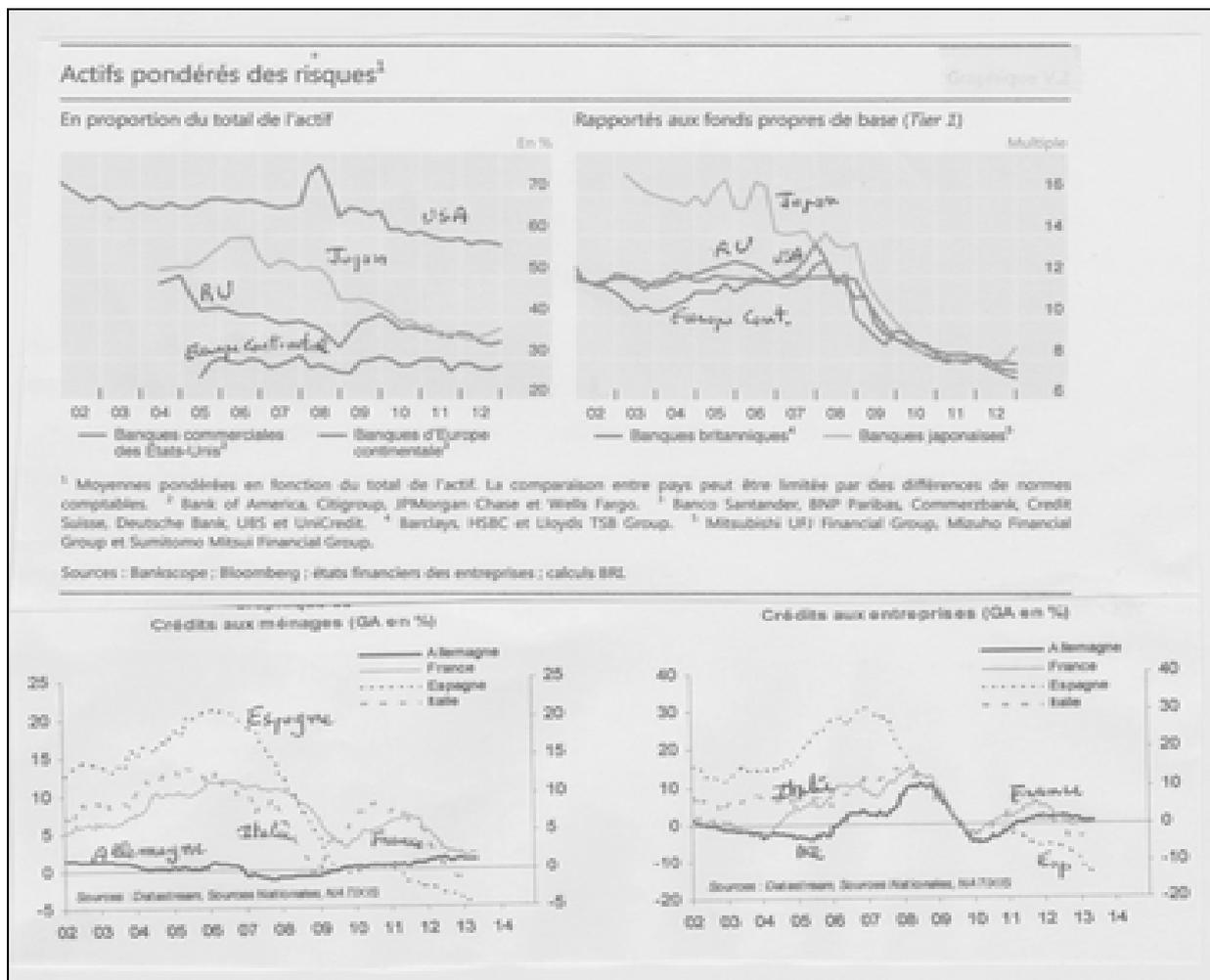
ANNEXE N° 6 : ÉVOLUTION DES TAUX (CONCOURS NOUVEAUX) À LONG TERME

(Source : d'après Eurostat)

	Déc 2012			Mai 2013			Juill 2013		
	Souve- rains	PME	GE	Souve- rains	PM E	GE	Souve- rains	PME	GE
Zone euro	3,09	3,79	2,79	2,66	3,61	2,68	3,07	3,68	2,98
Allemagne	1,35	3,18	2,67	1,37	2,97	2,59	1,62	3,06	3,01
France	2,01	3,52	2,48	1,87	3,24	2,61	2,25	3,16	2,48
Espagne	5,36	6,94	3,76	4,25	7,61	2,99	4,69	7,59	2,99
Italie	4,54	6,08	4,31	3,96	6,27	4,16	4,43	6,45	3,50

Note : Souverains : taux des emprunts obligataires publics à 10 ans – PME : prêts (5 à 10 ans) ≤ 250 000 € des institutions financières monétaires aux sociétés non financières – GE : Prêts (5 à 10 ans) ≥ 1 million € des institutions financières monétaires aux sociétés non financières.

ANNEXE N° 7 : SITUATION DES BANQUES



CAHIERS LASAIRE DÉJÀ PARUS

1	CONCURRENCE DES PAYS À BAS SALAIRES ET EMPLOIS	<i>J. MAURICE,</i>
2	SERVICES DE PROXIMITÉ ET NOUVELLE CROISSANCE	<i>G. CETTE, P. HERITIER, V. SINGER</i>
3	LES NÉGOCIATIONS SUR LE TEMPS DE TRAVAIL : UNE CHANCE À SAISIR POUR LA CROISSANCE ET L'EMPLOI	<i>J. MAURICE, D. TADDEI</i>
4	QUELS EMPLOIS POUR LES JEUNES NON QUALIFIÉS	<i>A-M GROZELIER</i>
5	SALAIRES ET EMPLOIS	<i>D. TADDEI</i>
6	INSTRUMENTATION DE GESTION ET EMPLOI : LES RÉDUCTIONS D'EMPLOIS DANS LES ENTREPRISES : PERFORMANCE ÉCONOMIQUE OU DÉTERMINISME GESTIONNAIRE ?	<i>H. BERTRAND</i>
7	L'EMPLOI DANS LA NOUVELLE ARCHITECTURE DE L'EUROPE	<i>D. TADDEI, B. TRENTIN</i>
8	LA MONNAIE UNIQUE	<i>A. GAURON, D. PLIHON</i>
9	LES ENTREPRISES SONT-ELLES RICHES OU PAUVRES ?	<i>M. FRIED, D. PLIHON, M. SABORD</i>
10	INÉGALITÉS DES REVENUS	<i>P. MICHEL</i>
11	LES POLITIQUES DE L'EMPLOI EN FRANCE	<i>J. FREYSSINET</i>
12	RÉDUIRE LA DURÉE DU TRAVAIL POUR FAIRE RECULER LE CHÔMAGE : DE LA MACRO À LA MICRO-ÉCONOMIE, TENIR LES DEUX BOUTS DE LA CHAÎNE	<i>H. BERTRAND, J. MAURICE</i>
13	LES ENJEUX DE LA NÉGOCIATION D'ENTREPRISES SUR LA RÉDUCTION DU TEMPS DE TRAVAIL	<i>D. TADDEI</i>
14	QUELLES MARGES DE MANŒUVRES POUR LES ENTREPRISES SELON LEUR TAILLE ?	<i>M. SABORD</i>
15	DÉVELOPPER LES SERVICES DE PROXIMITÉ OU L'ÉMERGENCE D'UN SECTEUR DE LA QUALITÉ DE LA VIE	<i>P. HÉRITIER</i>
16	LA DIMENSION DU DÉBAT : RETRAITE PAR RÉPARTITION - RETRAITE PAR CAPITALISATION	<i>M. FRIED</i>
17	NÉGOCIATIONS SUR LE TEMPS DE TRAVAIL : ACCROÎTRE L'EMPLOI OU LES HEURES SUPPLÉMENTAIRES ? UNE EXPLORATION DES ASPECTS ÉCONOMIQUES ET FINANCIERS	<i>J. MAURICE, M. BÉCHET</i>
18	LE MODÈLE DE CROISSANCE NORD-AMÉRICAIN ET LA MONTÉE DES INÉGALITÉS SOCIALES	<i>B. BLUESTONE</i>
19	L'AVENIR DES SERVICES PUBLICS. UNE VISION PROSPECTIVE DE SYNDICALISTES	<i>M. BÉCHET</i>
20	QUELLE RÉFORME POUR LES RETRAITES ?	<i>M. FRIED</i>
21	L'ÉPARGNE SALARIALE : CONTRIBUTION AU DÉBAT SUR LE PROJET DE LOI	<i>J. MAURICE</i>
22	LES CHANGEMENTS DANS L'EMPLOI ET DANS LES RELATIONS DU TRAVAIL	<i>DÉBATS DU COLLOQUE</i>
23	VALEUR ACTIONNAIRE ET NOUVELLES FORMES DE GOUVERNANCE DES ENTREPRISES	<i>M. FRIED, J.P. MOUSSY, D. PLIHON</i>
24	LES INÉGALITÉS DE SANTÉ : UNE REALITÉ MECONNUE ET UN DÉFI POUR FONDRE ENFIN UNE POLITIQUE DE SANTÉ EN FRANCE ?	<i>J-M. RODRIGUES, B. GARROS</i>
25	RESTRUCTURATIONS INDUSTRIELLES ET LEURS CONSÉQUENCES SOCIALES	<i>M. FRIED, J. PEYREVELADE, J.P. AUBERT, D. BACHET</i>
26	EUROPE -EMPLOI-ELARGISSEMENT APPROFONDISSEMENT	<i>7^È RENCONTRE BIENNALE EUROPE-TRAVAIL-EMPLOI</i>
27	RETRAITE: LA RÉFORME FILLON, UNE RÉFORME QUI NE GARANTIT PAS L'AVENIR	<i>M. FRIED</i>
28	SANTÉ ET ASSURANCE MALADIE: QUELLE RÉFORME POUR UNE SOLIDARITÉ DURABLE?	<i>LASAIRE ECO AVEC LE CONCOURS D'ANDRE GAURON</i>
29	POUR SORTIR DU CHÔMAGE DE MASSE, JALONS POUR UNE STRATÉGIE	<i>J. MAURICE ET J.L. DAYAN</i>
30	LA RÉFORME DES NORMES COMPTABLES Un débat trop discret	<i>M. FRIED</i>
31	EUROPE, TRAVAIL, EMPLOI. L'EUROPE ÉLARGIE ET LA MONDIALISATION	<i>M. AGLIETTA, M. DEHOVE, J. FREYSSINET, P. HÉRITIER, JOËL MAURICE</i>
32	LE RETOUR DES POLITIQUES INDUSTRIELLES	<i>S. IDIR, P. POMMIER, M. FRIED, A. THOLONIAT, K. BOUABDALLAH, J-L. GIBOU, P. HÉRITIER</i>
33	EUROPE ET MONDIALISATION : QUEL DÉVELOPPEMENT ÉCONOMIQUE ET QUELS EMPLOIS ?	<i>ACTES DU SÉMINAIRE DE ST ETIENNE DU 20-10- 2006</i>
34	SÉGRÉGATION URBAINE, CRISE DES BANLIEUES	<i>J. MAURICE</i>

35	DE LA CRISE DES SUBPRIMES A LA CRISE FINANCIERE	<i>M. FRIED</i>
36	LUTTER CONTRE LE RÉCHAUFFEMENT CLIMATIQUE ?	<i>J. MAURICE</i>
37	REGARDS SUR LA CRISE	<i>M. FRIED, J. FREYSSINET, A. GAURON, J. MAURICE, J. P. MOUSSY</i>
38	LES GRANDES AGENCES DE NOTATION INTERNATIONALES : LEUR RÔLE ANNONCÉ DANS LA CRISE, VERS QUELLE RÉGULATION ?	<i>M. BARDOS</i>
39	SALAIRES ET CRISES	<i>J. MAURICE</i>
40	LES JEUNES ET L'EMPLOI	<i>G. MIGNOT</i>
41	DETTE PUBLIQUE ET CRISE	<i>J. MAURICE</i>
42	SUSCITER UNE NOUVELLE AMBITION POUR LA FRANCE	<i>H. BERTRAND, P. HÉRITIER, M. BARDOS, R. BOYER, P.M. DUGAS, A. GAURON, J.L. GIBOU</i>
43	UN INTENSE RENOUVEAU DE LA NEGOCIATION INTERPROFESSIONNELLE EN FRANCE	<i>J. FREYSSINET</i>
44	L'AGENDA SOCIAL 2011 : UN BILAN PROVISoire	<i>J. FREYSSINET</i>
45	OMBRES ET PÉRILS DU TRAITÉ MERKEL-SARKOZY QUELQUES SIMULATIONS ÉLÉMENTAIRES	<i>J. MAURICE</i>
46	CRISE ÉCONOMIQUE ET RELATIONS SOCIALES ENJEUX IMMÉDIATS ET PERSPECTIVES À LONG TERME	<i>J. FREYSSINET, J. MAURICE, A. GAURON</i>
47	REINDUSTRIALISER NOTRE PAYS : QUELLE METHODE ?	<i>COORDONNE PAR H. BERTRAND</i>
48	GESTION DE LA CRISE DE LA ZONE EURO : DÉCISIONS ET INTERROGATIONS	<i>M. FRIED</i>